



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

23 mai 2019

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main

le mercredi 9 et le jeudi 10 avril 2019

.....
Mario Draghi

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

1. Examen des évolutions financières, économiques et monétaires et des options possibles

Évolutions sur les marchés financiers

En l'absence de M. Cœuré à cette réunion, le vice-président a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 6 et 7 mars 2019, le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial s'est amélioré sur plusieurs compartiments de marché. Les indices boursiers ont poursuivi leur hausse, enregistrant l'une des meilleures performances pour un premier trimestre depuis la crise financière mondiale, et les prix des emprunts publics ont également augmenté. Dans le même temps, les taux de change sont demeurés globalement stables sur la majeure partie de la période.

Les anticipations selon lesquelles la politique monétaire demeurerait globalement favorable à l'échelle mondiale ont été un facteur important à l'origine de ces évolutions. Aux États-Unis, lors de sa réunion de mars 2019, le Comité fédéral de l'*open market* a revu à la baisse ses projections relatives au taux cible des fonds fédéraux pour la période allant de 2019 à 2021. Il a également annoncé qu'il ralentirait le rythme de réduction de ses avoirs en bons du Trésor américain à compter de mai 2019, avant d'interrompre la réduction de son bilan à partir de fin septembre 2019.

Cette décision, conjuguée aux révisions des perspectives économiques mondiales, a entraîné une baisse des rendements des emprunts publics à l'échelle mondiale au cours de la période sous revue. Le rendement du *Bund* allemand à dix ans est devenu négatif, en dépit d'une légère hausse ces jours derniers pour s'établir autour de zéro. S'agissant de la zone euro, les anticipations du marché relatives à un premier relèvement des taux directeurs de la BCE ont encore été reportées dans le temps depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars 2019. La perception du marché concernant les perspectives d'évolution à moyen terme des taux à court terme du marché monétaire de la zone euro s'est encore détériorée, s'établissant à proximité des niveaux faibles observés fin 2016.

La décomposition du rendement des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro fait apparaître que la baisse du taux semble résulter essentiellement de la composante inflation, en dépit d'une légère diminution également de la composante réelle depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars 2019. Aux États-Unis, en revanche, la composante réelle semble avoir été le principal déterminant de la baisse du taux au comptant des OIS à dix ans, ce qui est cohérent avec la publication de données économiques moins bonnes au premier trimestre 2019. La composante inflation a augmenté depuis le début de l'année, soutenue par la hausse des prix du pétrole.

Les rendements des emprunts publics dans la zone euro ont diminué dans les mêmes proportions dans l'ensemble des juridictions. L'anticipation par les intervenants de marché d'une prolongation de la période de

faibles taux a probablement favorisé une nouvelle quête de rendement et un regain d'appétence pour le risque, comme en témoigne également la baisse des rendements des obligations émises par les sociétés de la zone euro et les écarts de taux des *swaps* sur actifs. Globalement, en raison de ces évolutions sur le marché obligataire à l'échelle mondiale, 20 % des instruments de dette de première qualité (*investment-grade*) affichaient des rendements inférieurs à zéro, à mettre en regard du point haut historique de 25 % constaté mi-2016.

Les taux de change effectifs nominaux des principales devises sont demeurés globalement stables, à l'exception de la livre sterling, qui s'est raffermie de 4 % environ par rapport aux devises de ses partenaires commerciaux durant le premier trimestre de cette année.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Praet a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro. S'agissant de l'environnement extérieur, des signes indiquent une poursuite de la modération de l'activité mondiale début 2019 et une persistance de la faiblesse du commerce mondial. Les indicateurs tirés d'enquêtes au niveau mondial montrent un nouveau ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier, tandis que les services ont continué de faire preuve de plus de résistance. En glissement sur trois mois, la croissance des importations mondiales de marchandises s'est encore ralentie en janvier. Ce ralentissement a continué d'être largement attribuable aux économies de marché émergentes et, en particulier, aux pays émergents d'Asie.

La hausse annuelle des prix à la consommation dans la zone OCDE s'est établie à 2,1 % en février. L'inflation sous-jacente a légèrement diminué, revenant de 2,2 % en janvier à 2,1 % en février. Après le fort rebond observé mi-février, les prix du pétrole ont de nouveau augmenté, enregistrant une hausse de 9 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars 2019, le prix du *Brent* atteignant presque 71 dollars le baril. Les prix des produits alimentaires ont diminué de 2,5 %, tandis que les prix des métaux sont demeurés globalement stables. L'euro s'est déprécié depuis la réunion de mars, à la fois par rapport au dollar (de 0,7 %) et en termes effectifs nominaux (de 0,3 %).

S'agissant de l'économie de la zone euro, les informations à haute fréquence devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars 2019 continuent de signaler une croissance positive, quoique modérée, au premier trimestre 2019. Les indicateurs relatifs au secteur manufacturier ont encore fléchi, tandis que ceux liés aux services ont montré des signes de stabilisation. L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne est revenu à 106,0 au premier trimestre 2019, après 108,9 au trimestre précédent, et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production s'est établi à 51,5 en moyenne, après 52,3 au trimestre précédent.

La demande intérieure a été soutenue par des conditions de financement favorables, par la croissance de l'emploi et par la hausse des salaires. La croissance de la consommation privée s'est stabilisée à 1,0 % au

quatrième trimestre 2018. Elle devrait s'accélérer à nouveau progressivement, en ligne avec les évolutions du revenu disponible réel, qui résultent dans une large mesure de la poursuite de la croissance du revenu du travail. Les quatre principaux facteurs à l'origine de la récente faiblesse de la consommation privée ont été la hausse des prix du pétrole au premier semestre 2018, des goulets d'étranglement affectant les livraisons dans l'industrie automobile en raison des nouvelles normes de tests d'émissions, l'incertitude macroéconomique accrue et des facteurs spécifiques à certains pays. L'investissement des entreprises s'est ralenti au quatrième trimestre 2018. Au cours des prochains mois, l'investissement des entreprises devrait continuer d'augmenter, à un rythme plus lent cependant, comme le montrent également les projections macroéconomiques de mars 2019 établies par les services de la BCE. Ces prévisions sont cohérentes avec les anticipations de baisse des bénéfices des entreprises.

L'emploi a poursuivi sa hausse, mais à un rythme plus lent. La croissance de l'emploi s'est ralentie dans le secteur manufacturier et les services marchands, alors qu'elle a continué de bien résister dans le secteur de la construction. Pour les prochains mois, les indicateurs tirés d'enquêtes continuent de signaler une poursuite de la croissance de l'emploi, mais à un rythme plus modéré.

La croissance des exportations hors zone euro est restée modérée, tandis que le commerce intra-zone a enregistré une contraction fin 2018. D'après les indicateurs avancés, il n'y a pas de reprise immédiate en vue.

S'agissant des évolutions de prix, d'après l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est ressortie à 1,4 % en mars, après 1,5 % en février, et la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est revenue à 0,8 %, après 1,0 % en février. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées. Les tensions d'origine interne sur les coûts se sont accrues mais doivent encore se traduire par une accélération de l'inflation sous-jacente.

La hausse de la rémunération par tête est demeurée supérieure à sa moyenne de long terme (2,1 %), bien qu'elle soit revenue de 2,5 % au troisième trimestre 2018 à 2,2 % au quatrième trimestre. Le chiffre pour le troisième trimestre résulte cependant en partie de versements ponctuels. Dans le même temps, les salaires négociés ont continué d'augmenter, passant de 2,1 % au troisième trimestre 2018 à 2,2 % au quatrième trimestre, puis à 2,5 % en janvier 2019. La hausse observée en janvier a été assez généralisée parmi les pays de la zone euro.

Les tensions sur les prix des biens industriels hors énergie se sont accrues en aval de la chaîne d'approvisionnement, alors que les signaux en amont étaient contrastés. Les tensions inflationnistes le long de la chaîne de tarification des services se sont également de nouveau légèrement renforcées. La hausse des prix à la production des services a poursuivi la tendance haussière amorcée début 2016. Cette tendance est généralisée et a été soutenue par l'ensemble des principales sous-catégories.

Les résultats de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2019 font état de légères révisions à la baisse (de 0,1 point de pourcentage) des anticipations relatives à la hausse de l'IPCH pour 2019, 2020 et 2021. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à

plus long terme sont demeurées globalement inchangées en moyenne, à 1,8 %. Les anticipations d'inflation hors produits alimentaires et énergie ont été revues à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2019 et 2020, mais demeurent inchangées pour 2021. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, calculées à partir du taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, sont ressorties à 1,4 %, soit 15 points de base de moins que le niveau qui prévalait avant la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars 2019.

Les conditions financières se sont assouplies depuis la réunion de politique monétaire de mars, en raison d'une réévaluation des politiques monétaires au niveau mondial et d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque. Les conditions du crédit sont restées généralement très accommodantes. Le coût de financement total des entreprises de la zone euro a diminué de 9 points de base depuis la réunion de mars, s'établissant à 4,5 %. Le moment anticipé par les marchés pour le relèvement des taux directeurs de la BCE a été reporté à une date sensiblement ultérieure. Dans le même temps, les cours des actions ont augmenté dans un contexte de fortes fluctuations et les écarts de rendement des obligations d'entreprises se sont légèrement resserrés.

Le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a affiché un rebond en février, s'inscrivant à 4,3 % après 3,8 % en janvier. Du point de vue des contreparties, même si les concours au secteur privé sont restés la principale source de création monétaire, depuis juillet 2018 la moindre contribution du programme d'achats d'actifs (APP) a été remplacée par des flux monétaires extérieurs et, dans une moindre mesure, par les créances bancaires sur les administrations publiques.

La croissance annuelle des prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF) est revenue à 3,4 % en janvier, affichant cependant un rebond en février pour s'inscrire à 3,7 %. La volatilité observée au cours des deux premiers mois de 2019 reflète les effets de base liés aux efforts des banques pour atteindre un seuil minimum de flux au titre des prêts pendant la période de référence pour la deuxième série d'opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO-II) début 2018. Abstraction faite de cette volatilité, on observe un essoufflement de la dynamique des prêts aux SNF depuis septembre 2018, date à laquelle leur taux de croissance annuel avait atteint un point haut à 4,3 %. Cet essoufflement est cohérent avec le ralentissement de la croissance économique observé en 2018.

D'après les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2019, les critères d'octroi de prêts aux entreprises ainsi que la demande de prêts émanant des entreprises sont demeurés globalement inchangés. Dans l'ensemble, les conditions d'octroi des crédits bancaires demeurent favorables et continuent de soutenir l'offre de crédit.

S'agissant des évolutions budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait, selon les projections, devenir légèrement expansionniste en 2019.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Praet a noté que les conditions financières se sont assouplies depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars 2019. Conformément à la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs, la courbe des taux sans risque s'est aplatie en réponse aux décisions de politique monétaire de la BCE ainsi qu'à une série de mauvaises surprises concernant l'économie de la zone euro. Les conditions d'octroi des crédits bancaires demeurent favorables.

Les données disponibles confirment que le ralentissement de la croissance se poursuit sur l'année en cours. L'activité dans le secteur manufacturier s'est nettement ralentie, principalement en raison d'obstacles extérieurs, dans un contexte de faiblesse persistante de la dynamique de la croissance mondiale et des échanges internationaux. Cela étant, la demande intérieure continue de faire preuve de résistance et certains facteurs domestiques spécifiques freinant la croissance s'estompent.

La balance des risques entourant les perspectives de croissance demeure plutôt négative, la persistance d'incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, pesant sur la confiance.

La hausse de l'IPCH s'est ralentie en mars, reflétant essentiellement une baisse de l'inflation hors produits alimentaires et énergie. Les anticipations d'inflation à plus long terme, extraites des instruments de marché, ont également fléchi, principalement en réaction à des publications de données macroéconomiques moroses, et les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées faibles. Les tensions d'origine interne sur les coûts, en particulier les salaires, se sont renforcées, mais doivent encore se traduire par une accélération de l'inflation sous-jacente.

Dans ce contexte, M. Praet a proposé de réitérer les indications prospectives (*forward guidance*) sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE et sur les réinvestissements, et de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tenait prêt à agir en employant tous les instruments de politique monétaire disponibles dans l'éventualité où la convergence de l'inflation nécessiterait un soutien plus important. Il est essentiel de préserver l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE aussi longtemps que nécessaire pour que la croissance retrouve un rythme plus rapide et favorise ainsi la convergence de l'inflation vers son objectif.

En ce qui concerne les paramètres des nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-III), qui feront l'objet d'une discussion lors de l'une des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, M. Praet a suggéré que les taux appliqués tiennent compte d'une évaluation approfondie du canal du crédit bancaire de transmission de la politique monétaire, ainsi que de l'évolution future des perspectives économiques. Dans le cadre de son évaluation régulière, le Conseil des gouverneurs pourrait également examiner si la préservation des retombées favorables des taux d'intérêt négatifs pour l'économie exige l'atténuation de leurs éventuels effets secondaires, le cas échéant, sur l'intermédiation bancaire.

En conséquence, la communication publique doit : a) mettre l'accent sur le fait que les informations disponibles confirment que le ralentissement de la croissance se poursuit sur l'année en cours ; b) souligner que de nouvelles créations d'emplois et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie domestique et le renforcement progressif des tensions inflationnistes ; c) admettre

que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés négativement en raison de la persistance d'incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste et aux vulnérabilités sur les marchés émergents ; d) mettre l'accent sur le fait qu'un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire pour préserver des conditions de financement favorables et conforter l'expansion économique et ainsi faire en sorte que l'inflation reste sur une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme ; e) rappeler qu'un niveau significatif de relance monétaire est fourni par les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ainsi que par les réinvestissements du stock considérable de titres acquis et la nouvelle série de TLTRO ; f) annoncer que les informations sur les modalités précises des nouvelles TLTRO seront communiquées lors de l'une des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs et que les taux appliqués tiendront compte d'une évaluation approfondie du canal du crédit bancaire ainsi que de l'évolution future des perspectives économiques ; g) souligner que, dans le cadre de son évaluation régulière, le Conseil des gouverneurs examinera si la préservation des retombées favorables des taux d'intérêt négatifs pour l'économie exige l'atténuation de leurs éventuels effets secondaires, le cas échéant, sur l'intermédiation bancaire ; et h) enfin, insister sur le fait que, le Conseil des gouverneurs se tient dans tous les cas prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

2. Discussions au sein du Conseil des gouverneurs et décisions de politique monétaire

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation des perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Praet dans son introduction. Les données disponibles confirment que le ralentissement de la croissance se poursuit sur l'année en cours. Des signes indiquent que des facteurs spécifiques à certains pays et à certains secteurs freinant la croissance semblent s'estomper, mais les obstacles rencontrés au niveau mondial continuent de peser sur l'activité de la zone euro et laissent des traces sur le climat économique. Dans le même temps, de nouvelles créations d'emplois et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie domestique et le renforcement progressif des tensions inflationnistes. Les risques entourant les perspectives de croissance restent orientés négativement.

Lors de l'examen des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de la poursuite du ralentissement de l'activité mondiale et de la faiblesse persistante des échanges internationaux. Les signes récents de stabilisation de l'activité économique en Chine ont constitué des éléments rassurants. Des inquiétudes ont de nouveau été exprimées sur le fait que les perspectives mondiales restent soumises au risque persistant d'intensification des conflits commerciaux et à l'incertitude entourant la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Il a également été rappelé que la complexité des chaînes de

valeur mondiales rend difficile une évaluation des répercussions précises de ces risques sur le commerce et sur l'activité dans la durée.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que le ralentissement de la croissance observé au second semestre 2018 se poursuit sur l'année en cours. Les données disponibles sont restées faibles, en particulier dans le secteur manufacturier. Le fait que l'essoufflement de la dynamique de croissance se prolonge avait déjà été en partie anticipé dans les projections de mars 2019 établies par les services de la BCE, mais il a également été admis que certaines données récentes se sont révélées plus défavorables que prévu. Pour la suite, les membres du Conseil ont largement partagé le point de vue selon lequel la « phase de morosité » plus prolongée, que laissent anticiper les dernières données, reste conforme au scénario de référence prévoyant un retour à une croissance plus solide au second semestre de l'année en cours. Cela étant, il a été admis que la confiance dans ce scénario de référence s'est désormais légèrement amoindrie et que l'éventail des autres hypothèses envisageables s'est élargi. Il conviendrait de rassembler davantage d'informations dans la période qui précèdera la réunion de politique monétaire de juin du Conseil des gouverneurs, lors de laquelle les nouvelles projections réalisées par les services de l'Eurosystème seront disponibles.

Les membres du Conseil ont présenté plusieurs points de vue sur la façon d'interpréter et d'évaluer la « phase de morosité » plus prolongée et le scénario de référence. Le rôle important des exportations et du secteur manufacturier dans les perspectives actuelles a été souligné. La zone euro enregistrant un excédent persistant du compte des transactions courantes, elle est logiquement plus exposée que le reste du monde au ralentissement des échanges internationaux. Ce choc s'étant transmis principalement *via* le secteur manufacturier, certains pays de la zone euro ont été plus exposés que d'autres. L'attention a également été attirée sur le rôle des stocks et sur le fait qu'ils indiquent une insuffisance ou un report de la demande non anticipés.

Des craintes ont de nouveau été exprimées sur le fait que le retour à des taux de croissance plus solides attendu dans le scénario de référence repose actuellement sur l'hypothèse que les chocs à l'origine de la « phase de morosité » seraient temporaires et qu'il n'y aurait pas de nouveaux chocs négatifs. Toutefois, il a également été noté que des « phases de morosité » dans la croissance économique ont été observées à de nombreuses reprises et que les données historiques indiquent une probabilité faible qu'elles se transforment en récession. Un certain nombre d'indicateurs positifs et de facteurs encourageants ont été cités. Le secteur des services a continué de mieux résister que le secteur manufacturier. Les évolutions sur les marchés financiers, qui sont généralement plus prospectives, sont plus encourageantes. Les conditions de financement favorables et les évolutions positives du revenu réel découlant des nouvelles créations d'emplois et de la hausse des salaires, continuent de favoriser la résilience de la demande intérieure et de soutenir la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro.

Les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'opinion selon laquelle la balance des risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restait orientée négativement, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, de la menace protectionniste et des vulnérabilités sur les

marchés émergents. Les risques orientés négativement, liés en particulier au Brexit et à la menace protectionniste, risquaient d'affecter davantage la confiance et de se répercuter négativement sur l'activité. Dans ce contexte, il a été rappelé que, dans la mesure où les incertitudes liées à l'économie chinoise et au Brexit avaient été les deux principaux facteurs du passage de la balance des risques de neutre à négative, une reprise en Chine et le fait d'éviter un Brexit sans accord devraient, au même titre, se traduire par une amélioration de la balance des risques.

Les membres du Conseil ont pris note des perspectives en matière de politique budgétaire, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro et le jeu des stabilisateurs automatiques constituant des facteurs de soutien de l'activité économique. En ce qui concerne le rôle des autres domaines de la politique économique, il a été souligné que les réformes structurelles étaient importantes pour assurer que l'économie puisse pleinement tirer parti des mesures de politique monétaire de la BCE. Il a été considéré comme essentiel que les autres domaines de la politique économique contribuent de façon plus décisive au relèvement du potentiel de croissance à long terme et à la réduction des vulnérabilités.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,4 % en mars, contre 1,5 % en février 2019, reflétant un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, des services et des produits manufacturés hors énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées, mais les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail. En ce qui concerne l'avenir, l'inflation sous-jacente devrait augmenter à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique et le renforcement de la hausse des salaires.

Les membres du Conseil ont pris acte de la mauvaise surprise des résultats de mars pour l'inflation mesurée par l'IPCH pour les produits hors énergie et alimentaires. Il convenait toutefois de rester prudent, car l'interprétation de cette surprise a été compliquée par l'impact des récents changements méthodologiques dans le calcul de l'IPCH et par les effets de calendrier liés aux fêtes de Pâques. Les membres du Conseil ont souligné que la transmission de la hausse des salaires à la hausse des prix à la consommation demeurait une question clé pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Bien que, selon les données les plus récentes, la croissance de la rémunération par tête dans la zone euro soit restée supérieure à sa moyenne de long terme, il a été observé que l'absence de répercussion des salaires sur l'inflation sous-jacente impliquait jusqu'ici que les entreprises et les détaillants comprimaient leurs marges bénéficiaires plutôt que de relever leurs prix. Dans l'ensemble toutefois, il a été généralement considéré que la croissance des salaires observée conduirait également à une accélération de l'inflation en temps voulu.

Les membres du Conseil ont pris note des dernières évolutions des anticipations d'inflation à long terme. Alors que les anticipations d'inflation à plus long terme tirées de l'enquête réalisée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le deuxième trimestre 2019 étaient restées inchangées à 1,8 %, la

mesure extraite des instruments de marché du taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans avait encore baissé depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars 2019, pour s'établir à 1,4 %. Des inquiétudes ont été exprimées sur le déplacement vers le bas des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché parallèlement à l'inflation effective et sur toutes les échéances. Dans le même temps, la détérioration a été perçue comme reflétant principalement une réaction à l'affaiblissement des perspectives économiques plutôt qu'une absence d'ancrage des anticipations d'inflation.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large M3 avait légèrement rebondi en février. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. La contribution progressivement décroissante de l'APP à la dynamique de croissance de M3 a continué d'être remplacée par une contribution croissante des concours au secteur privé, qui sont demeurés robustes. Dans le même temps, il a été observé que la reprise progressive de la croissance des prêts des IFM au secteur privé, observée depuis le début de l'année 2014, montrait des signes d'essoufflement dans un certain nombre de pays.

L'octroi de crédits au secteur privé a continué d'être soutenu par des coûts d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages dans l'ensemble des juridictions de la zone euro, qui sont restés à un niveau proche de leurs points bas de très long terme. Il a été fait référence à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2019, qui indiquait que la demande de prêts aux entreprises demeurait robuste, tandis que la demande de prêts au logement continuait d'augmenter. Les conditions du crédit sont demeurées globalement inchangées, après une longue période d'assouplissement.

Dans le même temps, il a été rappelé que les implications des conditions de crédit très accommodantes et des taux débiteurs bas sur la capacité des banques à évaluer correctement le risque de crédit durant le cycle nécessitent un suivi attentif. À cet égard, des craintes ont été exprimées que la rentabilité bancaire et les valorisations de marché demeurent faibles. Des facteurs structurels, tels que l'efficacité en termes de coûts, les capacités excédentaires et le besoin d'assainissement, ont été considérés comme les principaux responsables de cette situation. La nécessité a été réaffirmée de procéder à une analyse plus approfondie des effets exercés par des taux d'intérêt durablement bas et négatifs sur les marges d'intérêt et la rentabilité des banques, ainsi que de leurs conséquences potentielles en termes d'intermédiation bancaire et de stabilité financière au fil du temps. Dans ce contexte, il a été remarqué que, dans leurs réponses à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les banques ont indiqué que le taux négatif de la facilité de dépôt contribuait toujours à accroître les volumes pour toutes les catégories de prêts.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à suivre

S'agissant de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Praet dans son introduction. Les informations disponibles depuis la réunion

de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars 2019 ont confirmé que le ralentissement de la dynamique de croissance se poursuivait sur l'année en cours et pourrait retarder la convergence vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, bien que se modérant, de nouvelles créations d'emplois et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie domestique et le renforcement progressif des tensions inflationnistes. Cependant, un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire pour préserver des conditions de financement favorables et favoriser l'expansion économique ainsi qu'un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation.

Les conditions financières se sont assouplies depuis la réunion de politique monétaire de mars. La courbe des rendements sans risque s'est aplatie en réaction aux décisions communiquées lors de cette réunion ainsi qu'aux mauvaises surprises économiques sur la période considérée. De plus, les évolutions des marchés qui ont suivi ont entraîné un assouplissement supplémentaire significatif des conditions financières. Les taux directeurs devraient désormais rester à leurs niveaux actuels pendant presque une année de plus que prévu avant la réunion de mars. Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé sur le fait que la réaction des marchés financiers indiquait que la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs était bien comprise.

Dans ce contexte, tous les membres se sont accordés pour maintenir l'orientation actuelle de la politique monétaire et pour confirmer une nouvelle fois tous les éléments constitutifs de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs. Les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE (*forward guidance*), associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis et à la nouvelle série de TLTRO, contribueront à un niveau significatif de relance monétaire. L'orientation actuelle de la politique monétaire a été jugée cohérente avec l'approche de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs, fondée sur les données et axée sur le moyen terme. Le scénario de référence des projections de mars 2019 établies par les services de la BCE est demeuré globalement inchangé, en dépit d'informations indiquant une incertitude accrue entourant la prévision centrale, les risques demeurant orientés négativement. Une série de données plus large sera disponible en juin, incluant de nouvelles projections établies par les services de l'Eurosystème.

S'il a été admis que des événements obligeant le Conseil des gouverneurs à agir à nouveau ne s'étaient pas matérialisés, il a été souligné que l'inflation demeurerait inconfortablement en deçà de l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs et que les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché avaient reculé, tandis que la convergence attendue de l'inflation avait été retardée à plusieurs reprises. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé sa détermination à se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de politique monétaire de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif. Il a été souligné que l'inflation est, en définitive, un phénomène monétaire, tandis que les facteurs structurels et les autres domaines de politique monétaire déterminent la croissance potentielle et permettent de tirer pleinement bénéfice de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les détails des conditions précises de la nouvelle série de TLTRO doivent être examinés lors de l'une des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs. Les taux qui seront appliqués aux nouvelles opérations TLTRO-III doivent s'appuyer

sur les données et tenir compte d'une évaluation approfondie du canal de transmission, par l'intermédiaire des banques essentiellement, de la politique monétaire ainsi que de l'évolution future des perspectives économiques. Des arguments ont été avancés pour que les taux des nouvelles opérations soient fixés de façon à ce qu'elles servent principalement de filet de sécurité, fournissant une assurance en période d'incertitude élevée. D'autres arguments ont soutenu l'opinion selon laquelle les opérations de TLTRO-III devaient également être vues comme des instruments potentiels d'ajustement de l'orientation de la politique monétaire.

Les membres du Conseil ont soutenu la proposition formulée par M. Praet dans son introduction selon laquelle, outre l'évaluation des taux appliqués aux nouvelles opérations TLTRO-III, le Conseil des gouverneurs doit également examiner, dans son évaluation régulière, si la préservation des retombées favorables des taux d'intérêt négatifs pour l'économie exige l'atténuation de leurs éventuels effets secondaires, le cas échéant, sur l'intermédiation bancaire.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont largement approuvé les éléments proposés par M. Praet dans son introduction. Il était opportun que le Conseil des gouverneurs reconnaisse que les informations disponibles confirment la poursuite du ralentissement de la dynamique de croissance au cours de cette année. Le scénario de référence d'un rebond de la croissance au second semestre demeure globalement intact, tandis que les risques pesant sur les perspectives de croissance dans la zone euro restent orientés négativement.

Une orientation accommodante de la politique monétaire demeure nécessaire pour préserver des conditions de financement favorables et favoriser l'expansion économique, et ainsi faire en sorte que l'inflation reste sur une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. À cet égard, il est important de réaffirmer que les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE fournies par le Conseil des gouverneurs, associées aux réinvestissements du volume considérable de titres acquis et à la nouvelle série de TLTRO annoncée, contribuent à un niveau significatif de relance monétaire. Il est également important de rappeler que, en raison des effets stocks de l'important portefeuille de l'APP, la fin des achats nets d'actifs n'a pas représenté un durcissement de l'orientation de la politique monétaire.

De plus, un large consensus s'est dégagé parmi les membres sur le fait que le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer que l'ensemble des instruments de politique monétaire demeurent disponibles et qu'il se tient prêt à les ajuster de façon adéquate pour assurer que l'inflation continue de se rapprocher durablement de son objectif. Les membres du conseil ont été largement d'accord pour communiquer sur le fait que les détails des conditions précises des nouvelles TLTRO seraient annoncés à l'issue d'une des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition du président, le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureraient inchangés à, respectivement, 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels au moins jusqu'à la fin de 2019 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour assurer la poursuite de la convergence durable de l'inflation vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que le président et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190410~c27197866f.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190410~3df2ed8a4c.fr.html>

Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 9-10 avril 2019

Membres

M. Draghi, président
M. de Guindos, vice-président
M. Costa*
Mme Georghadji
M. Hansson
M. Hernández de Cos
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Makúch*
M. Mersch
M. Nowotny
M. Praet
M. Rehn
M. Reinesch
M. Rimšēvičs
M. Stourmaras
M. Vasiliauskas
M. Vasle
M. Vella
M. Villeroy de Galhau*
M. Visco
M. Weidmann
M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en avril 2019 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Arce
M. Aucremanne
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Mooslechner
M. Ódor
M. Pattipeilohy
M. Rutkaste
M. Schoder
M. Šiaudinis
M. Sinnott
M. Stavrou
M. Tavlás
M. Välimäki

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication
M. Straub, conseiller auprès du président
M. Bindseil, directeur général Opérations de marché
M. Sousa, directeur général adjoint Évolutions économiques
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire
Mme Valla, directrice générale adjointe Politique monétaire

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 11 juillet 2019.