



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

21 novembre 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 23 et le jeudi 24 octobre 2019

.....  
**Christine Lagarde**

Présidente 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*

M. Cœuré a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 septembre 2019, la perspective d'une reprise des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, ainsi que l'atténuation des craintes d'un Brexit sans accord, ont contribué à conforter le sentiment des marchés à l'échelle mondiale.

Dans la zone euro, la courbe des *swaps* de taux au jour le jour s'est déplacée vers le haut sur la partie courte comme sur la partie longue, et elle s'est nettement pentifiée en 2021 par rapport à la situation en septembre 2019. Aux États-Unis, l'effet du recul de l'incertitude entourant le Brexit et les échanges commerciaux a été partiellement contrebalancé par une modification des anticipations à court terme relatives à la politique monétaire, en réaction à une détérioration des données économiques. La probabilité, ressortant des marchés, d'une réduction des taux lors de la réunion du Système fédéral de réserve des 29 et 30 octobre 2019 aux États-Unis a fortement augmenté courant octobre. Dans l'ensemble, cependant, les rendements obligataires de part et d'autre de l'Atlantique sont demeurés très faibles par rapport à ceux constatés plus tôt en 2019.

Trois évolutions ont pu être observées sur les marchés monétaires. Premièrement, le 2 octobre 2019, la BCE a débuté avec succès la publication quotidienne du nouveau taux de référence à court terme pour l'euro (€STR), établi à partir d'un vaste ensemble de données granulaires relatives aux transactions sur le marché monétaire. La deuxième évolution a trait à la décision du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 septembre 2019 d'introduire un système à deux paliers pour les réserves excédentaires. Des signes très timides d'augmentation des volumes de négociation ont été observés sur le marché monétaire de l'euro avec la préparation des banques à l'introduction d'un système à deux paliers pour la prochaine période de constitution des réserves. La troisième évolution concerne la récente volatilité des taux à court terme sur le marché monétaire aux États-Unis. Le Système fédéral de réserve a mené des opérations de pension afin d'atténuer les tensions sur le financement dans ce compartiment du marché. Il a également repris ses achats de bons du Trésor américain au rythme mensuel de 60 milliards de dollars environ, initialement jusqu'au deuxième trimestre 2020. Ces mesures d'apport de liquidité ont permis d'alléger les tensions sur le marché américain des pensions.

S'agissant des évolutions sur le marché boursier, l'indice EuroStoxx 50 a augmenté de 2 % environ depuis mi-septembre 2019, et de plus de 10 % par rapport aux points bas enregistrés mi-août. Contrairement au printemps et à l'été 2019, la diminution de la prime de risque sur actions dans un contexte d'atténuation de l'incertitude liée au Brexit et aux échanges commerciaux a contribué à la hausse des prix des actions.

Les actions bancaires ont connu une forte reprise au cours des dernières semaines, affichant de meilleures performances que le marché dans son ensemble.

Enfin, sur les marchés des changes, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar, atteignant son plus bas niveau en plus de deux ans à la suite de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre, mais il s'est apprécié par la suite, dans le contexte des nouvelles concernant le Brexit, avec l'inversion des primes de risque. Dans le même temps, la livre sterling s'est fortement appréciée par rapport à l'euro, affichant une hausse de 3,4 % depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, avec une forte augmentation des volumes négociés et de la volatilité implicite tirée des options.

### *Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro*

M. Lane 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, le rythme de croissance de l'activité et du commerce à l'échelle mondiale est demeuré faible. Au troisième trimestre 2019 sont apparus les premiers signes d'une stabilisation de la croissance mondiale, à la fois dans le secteur manufacturier et dans certaines économies de marché émergentes. Sur l'ensemble de ce trimestre, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale hors zone euro s'est établi à 51,4, pratiquement sans changement par rapport à sa moyenne du deuxième trimestre. Si l'on exclut les effets des facteurs spécifiques au Royaume-Uni, le commerce mondial a connu un rebond au deuxième trimestre 2019. Dans l'ensemble, cependant, le commerce mondial est resté modéré, freiné par de fortes tensions commerciales et une faible demande asiatique. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre, les prix du pétrole ont diminué de presque 7 % et l'euro s'est apprécié en termes bilatéraux par rapport au dollar, alors qu'il s'est légèrement déprécié en termes effectifs nominaux.

S'agissant de la zone euro, la troisième publication d'Eurostat confirme une croissance du PIB en volume de 0,2 % au deuxième trimestre 2019. S'agissant des évolutions au troisième trimestre, les indicateurs conjoncturels suggèrent un nouveau ralentissement de la croissance de la production. L'indice flash composite des directeurs d'achat pour la production mondiale s'est établi à 50,2 en octobre, en hausse par rapport à septembre (50,1) mais en baisse par rapport à août (51,9). L'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a également diminué au troisième trimestre.

S'agissant des composantes de la demande intérieure, la consommation privée a continué d'être soutenue par la hausse du revenu du travail. La décomposition de la croissance du revenu disponible réel suggère que le revenu du travail en demeure le principal moteur. De plus, la baisse des prix du pétrole au premier semestre 2019 soutient le revenu disponible réel. Les indicateurs à court terme vont également dans le sens d'une bonne tenue de la demande de consommation privée au troisième trimestre 2019. La croissance de l'investissement des entreprises se ralentit depuis début 2019. Les derniers indicateurs sectoriels suggèrent une poursuite de l'investissement modéré des entreprises à court terme. En juillet, la production de biens

d'équipement est demeurée inférieure à la moyenne trimestrielle enregistrée au deuxième trimestre. L'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière a connu un recul progressif continu depuis le premier trimestre 2018, s'établissant actuellement à un niveau proche de sa moyenne historique.

S'agissant du marché du travail, les indicateurs sectoriels signalent une modération de la situation sur le marché du travail, attribuable au secteur manufacturier. D'après les comptes nationaux pour le deuxième trimestre, la croissance de l'emploi dans le secteur manufacturier est revenue de 0,4 % en rythme trimestriel, au premier trimestre 2019, à 0,2 % au deuxième trimestre, alors que la hausse de l'emploi dans les services marchands est demeurée globalement inchangée, à 0,3 %. La bonne tenue du marché du travail face au ralentissement de la croissance s'est également reflétée dans la faible croissance de la productivité horaire, qui est ressortie à 0 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre. La croissance de la productivité horaire est toutefois demeurée positive dans le secteur des services marchands alors que, dans le secteur manufacturier, elle connaît une baisse persistante depuis le premier trimestre 2018.

Les exportations de biens de la zone euro ont enregistré une contraction au deuxième trimestre en raison de l'inversion du mouvement de constitution de stocks au Royaume-Uni, qui avait stimulé les exportations de biens au premier trimestre.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon Eurostat, l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH s'est ralentie, revenant de 1,0 % en août à 0,8 % en septembre, et est demeurée nettement inférieure à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Cette baisse a reflété un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires, qui a plus que contrebalancé une légère augmentation de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, passée de 0,9 % en août à 1,0 % en septembre.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées et ont continué d'évoluer sans réelle tendance. La faible inflation est demeurée généralisée. La part des postes de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires enregistrant des taux d'inflation bas est restée élevée. Dans le même temps, la part des postes avec des taux d'inflation négatifs a affiché une tendance baissière par rapport aux niveaux de 2014-2015 et s'est établie en septembre à un niveau à peine supérieur à sa moyenne de long terme.

Les salaires ont continué de progresser à un rythme vigoureux, avec une hausse de 2,2 % de la rémunération par tête au deuxième trimestre 2019, soit légèrement plus que la moyenne à long terme de 2,1 %. Jusqu'à présent, le renforcement des tensions sur les salaires a été largement absorbé par les marges bénéficiaires.

Selon l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le quatrième trimestre 2019, les anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH se sont établies à 1,2 %, 1,2 % et 1,4 %, respectivement, pour 2019, 2020 et 2021. Ces résultats représentent une révision à la baisse d'environ 0,1 point de pourcentage pour chaque année. Les anticipations relatives à l'inflation hors énergie, produits alimentaires, alcool et tabac ont également été révisées à la baisse d'environ 0,1 point de pourcentage pour chacune de ces années. Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à moyen et long terme extraits des instruments de marché pour la zone euro sont demeurés à des niveaux faibles, la mesure à

cinq ans dans cinq ans s'établissant légèrement au-dessus de 1,2 %, soit un niveau globalement inchangé par rapport à celui observé au moment de la réunion de politique monétaire de septembre.

Concernant les conditions financières dans la zone euro, les taux des obligations sans risque ont augmenté sur l'ensemble des échéances depuis la réunion de septembre. La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est globalement déplacée vers le haut et n'intégrait plus de nouvelle réduction de 10 points de base du taux. Les prix des actions de la zone euro ont globalement légèrement augmenté pour les sociétés non financières et financières depuis la réunion de septembre, mais sont restés assez volatils. Cette légère hausse des prix des actions est principalement imputable aux diminutions de la prime de risque sur actions, qui a compensé les pressions modératrices de la baisse des anticipations de bénéfices à long terme et de la hausse des taux d'actualisation. Les conditions de financement des sociétés non financières de la zone euro sont restées très favorables et sont demeurées globalement inchangées depuis la réunion de septembre.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a atteint 5,7 % en août, après 5,1 % en juillet. La croissance de M3 a continué d'être presque entièrement tirée par la croissance annuelle de M1, qui s'est elle aussi inscrite en hausse. Du point de vue des contreparties, les concours au secteur privé ont continué d'être la principale source de création de monnaie au sens large, tandis que la contribution de la position extérieure nette des IFM à la croissance de M3 est demeurée globalement inchangée.

D'après l'enquête d'octobre 2019 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la demande nette de prêts aux entreprises est restée globalement stable au troisième trimestre 2019, alors que les banques s'attendaient à une légère hausse au cours de la précédente campagne d'enquête. Reflet de l'atonie de l'évolution de la croissance économique, la contribution positive de la FBCF a été plus faible au troisième trimestre. Les critères d'octroi des prêts aux entreprises de la zone euro se sont légèrement assouplis au troisième trimestre, après un durcissement au deuxième trimestre. Comme lors des trimestres précédents, les pressions concurrentielles ont été le principal facteur à l'origine de cet assouplissement.

L'orientation budgétaire de la zone euro en 2020 devrait être légèrement expansionniste en 2019-2021, ce qui devrait contribuer à soutenir les conditions de la demande. Les projets de plans budgétaires pour 2020 envisagent une variation de 0,4 point de pourcentage du ratio solde primaire structurel/PIB, équivalant à une poursuite de l'assouplissement.

#### *Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, M. Lane a observé que le train de mesures de politique monétaire de septembre est à l'origine d'une large part de l'assouplissement des conditions financières enregistré au cours des mois précédents en anticipation d'un assouplissement important de la politique monétaire. Les conditions d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages sont demeurées favorables et l'assouplissement des conditions de financement de marché a continué de se transmettre à l'économie.

Les nouvelles données ont confirmé la précédente évaluation du Conseil des gouverneurs selon laquelle l'atonie de l'économie de la zone euro se prolongeait. L'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier s'établit désormais à son niveau le plus bas depuis décembre 2012 et l'indice pour les services s'est lui aussi dégradé. Dans l'ensemble, la consommation privée est demeurée robuste, dans un contexte de hausse des salaires et de croissance de l'emploi qui ont, toutefois, affiché des signes de modération.

La balance des risques qui entoure les perspectives de croissance demeure orientée négativement en raison de facteurs géopolitiques, du protectionnisme croissant et des vulnérabilités persistantes sur les marchés émergents.

L'inflation mesurée par l'IPCH et les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées atones en dépit de la hausse des salaires. Les mesures extraites des instruments de marché et celles tirées d'enquêtes relatives aux anticipations d'inflation se sont stabilisées à des points bas historiques.

Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs doit surveiller la transmission de ses mesures de politique monétaire et les informations disponibles concernant l'économie. Dans tous les cas, la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs a agi comme stabilisateur économique, les anticipations relatives à la politique monétaire, et donc l'ensemble des conditions financières, s'ajustant aux évolutions des perspectives d'inflation.

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé de maintenir inchangée l'orientation de la politique monétaire lors de la présente réunion.

Il a été suggéré que le Conseil des gouverneurs, dans sa communication, souligne dans un premier temps que les mesures de politique monétaire prises lors de la réunion de septembre fournissent une relance monétaire substantielle, qui contribuera à un nouvel assouplissement des conditions d'emprunt pour les entreprises et les ménages. Ces mesures favoriseront l'expansion dans la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs devrait souligner que ses indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) permettront un ajustement des conditions financières par rapport aux évolutions des perspectives d'inflation. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. Troisièmement, il doit rappeler que, toutes choses égales par ailleurs, plus la politique budgétaire contribue à soutenir la croissance potentielle à long terme et à fournir une stabilisation conjoncturelle, plus les effets des interventions de politique monétaire sur l'inflation et l'économie se feront sentir rapidement.

## 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. Lane dans son introduction. Les données devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre ont globalement confirmé l'évaluation précédente d'une atonie prolongée de la croissance au sein de la zone euro, la persistance d'importants risques à la baisse et la faiblesse des tensions inflationnistes. Dans le même temps, la poursuite de la croissance de l'emploi et la hausse des salaires ont continué de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro.

S'agissant des perspectives et des risques pour l'environnement extérieur, il a été noté que le rythme de croissance de l'activité et des échanges commerciaux demeurerait modéré au niveau mondial et que le commerce mondial pourrait s'avérer plus faible que prévu dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE. Lors de la discussion visant à isoler les différentes sources de cette atonie, la question a été soulevée de savoir dans quelle mesure le ralentissement du cycle technologique constituait un facteur distinct, indépendant de la faiblesse liée aux tensions commerciales.

Les membres ont estimé que les risques pesant sur l'activité et le commerce au niveau mondial demeurent orientés négativement. Ces risques ont trait à la persistance des incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents. Il a été fait référence, en particulier, aux incertitudes persistantes liées à la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Au niveau mondial, les tensions commerciales pourraient s'être atténuées dans l'ensemble depuis la réunion de politique monétaire de septembre, mais des doutes ont été exprimés quant à leur résolution dans un avenir proche.

En ce qui concerne l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil ont généralement été d'accord pour estimer que les données récentes confirment la faiblesse plus prolongée qui avait été anticipée lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre. La croissance du PIB en volume a été confirmée à 0,2 %, en glissement trimestriel, au deuxième trimestre 2019, après 0,4 % au premier trimestre, et les données économiques et les résultats d'enquêtes devenus disponibles ont continué d'indiquer une croissance modérée, mais positive, au second semestre de l'année. Ce ralentissement de la croissance reflète principalement l'atonie actuelle des échanges commerciaux dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes, qui continuent de peser sur le secteur manufacturier de la zone euro et freinent la progression de l'investissement.

Au cours de la discussion sur la faiblesse prolongée et la persistance de risques orientés négativement pesant sur l'activité, il a été souligné que certains indicateurs clés, tels que la production industrielle et l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans le secteur manufacturier, avaient continué de se détériorer. Il a été observé que l'indice des directeurs d'achat s'établissait non seulement à son plus bas niveau depuis 2012

mais aussi que son recul global était le plus long observé depuis la récession déclenchée par la crise financière. Les données devenues disponibles suggèrent que l'atonie devrait persister et soulèvent la question de savoir si celle-ci devrait durer plus longtemps que ce qui était prévu dans les projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE. Il n'y a pas encore de signes de l'accélération de la croissance prévue dans les projections. Dans ce contexte, il a également été remarqué que peu de données quantitatives supplémentaires avaient été publiées depuis la réunion de politique monétaire de septembre et que davantage d'informations étaient nécessaires pour réévaluer les perspectives économiques.

Il a été rappelé que l'activité économique dans la zone euro continue d'être soutenue par plusieurs facteurs. L'activité dans les secteurs des services et de la construction est restée robuste, en dépit d'un certain ralentissement. Les conditions de financement ont été favorables, le marché du travail a enregistré de nouvelles créations d'emplois conjuguées à une hausse des salaires, l'orientation budgétaire de la zone euro a été légèrement expansionniste et la croissance de l'activité mondiale s'est poursuivie, bien qu'à un rythme un peu plus faible. Toutefois, des préoccupations ont été exprimées selon lesquelles la détérioration récente des données d'enquêtes pour le secteur des services pourrait refléter les répercussions des évolutions durablement négatives des exportations et du secteur manufacturier. Les premiers signes d'une contagion se propageant du secteur manufacturier vers les services sont apparus, même s'il est trop tôt pour parler de répercussions plus généralisées.

Dans le même temps, la résilience des secteurs orientés vers le marché intérieur et de la consommation a constitué un élément rassurant, la confiance des consommateurs faisant également preuve de résistance. Le ralentissement économique n'a jusqu'à présent eu que des effets limités sur les marchés du travail, même dans les pays où il a été le plus prononcé. Toutefois, il a été fait référence aux signes montrant que le marché du travail pourrait se détériorer si la faiblesse de l'économie devait persister, ainsi qu'aux dernières données d'enquêtes qui font état d'une légère détérioration des perspectives d'emploi.

Au total, les membres du Conseil ont généralement estimé que les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés négativement, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

S'agissant des perspectives en matière de politique budgétaire, les membres du Conseil ont noté que l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro apportait un soutien à l'activité économique. Toutefois, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de la persistance de risques à la baisse importants, il a été rappelé que les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire doivent agir de manière efficace et rapide. Dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent poursuivre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de solde structurel, créant ainsi les conditions permettant aux stabilisateurs automatiques de jouer librement. Tous les pays devraient intensifier leurs efforts afin de parvenir à une composition des finances publiques plus propice à la croissance. Il a été souligné que le respect du Pacte de stabilité et de croissance pour certains pays impliquait



une augmentation du solde structurel et un resserrement de la politique budgétaire qui pourrait contrebalancer une orientation expansionniste dans les pays disposant d'une marge budgétaire.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie, revenant de 1,0 % en août 2019 à 0,8 % en septembre, en raison de la baisse des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont généralement restées modérées et les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont établis à de bas niveaux. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance a retardé leur transmission à l'inflation. À moyen terme, l'inflation devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, par la poursuite de la croissance économique et par la croissance vigoureuse des salaires.

Il a été souligné que l'inflation totale était actuellement freinée par la faible hausse des prix de l'énergie. Les données les plus récentes relatives à l'inflation ont confirmé les anticipations contenues dans les projections de septembre 2019 et l'absence d'erreurs de prévision importantes pour l'inflation sous-jacente au cours des derniers mois a soutenu la projection d'une orientation à la hausse de la dynamique sous-jacente de l'inflation. Un élément ayant pesé sur l'inflation sous-jacente, mais qui commence à s'estomper, est un effet statistique baissier sur le taux de variation annuel des prix des voyages organisés lié à une modification des pondérations des dépenses de consommation dans la plus grande économie de la zone euro. Pour la période à venir, il a été affirmé qu'une hausse de l'inflation sous-jacente pourrait ne pas se matérialiser rapidement compte tenu de la faiblesse actuelle des perspectives macroéconomiques.

Les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation selon laquelle la croissance des salaires demeurerait solide et ont souligné son rôle essentiel dans l'ajustement à la hausse attendu de l'inflation. Dans ce contexte, il a été observé que l'EPP la plus récente allait dans le sens d'une trajectoire baissière de la croissance des salaires. Cependant, il a été suggéré que, même si la dynamique des salaires pourrait légèrement s'affaiblir, l'ajustement attendu de l'inflation s'explique actuellement davantage par la transmission retardée de la croissance des salaires aux prix et par un redressement des marges bénéficiaires. Il a été souligné que les marges bénéficiaires n'ont pas augmenté au cours des années précédentes, en dépit d'une conjoncture favorable, ce qui a suscité des doutes sur le fait qu'elles augmenteraient maintenant dans le contexte d'une détérioration des perspectives.

S'agissant des anticipations d'inflation à long terme, les membres du Conseil ont noté le nouveau recul des mesures tirées d'enquêtes. Des inquiétudes ont notamment été exprimées à propos des révisions consécutives à la baisse des anticipations d'inflation à long terme dans l'EPP de la BCE. Il a été avancé que les indicateurs tirés d'enquêtes et ceux extraits des instruments de marché – lorsqu'ils sont corrigés des estimations des primes de liquidité et de risque – dressent un tableau similaire d'orientation à la baisse des anticipations à long terme.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Globalement, les signaux fournis par les évolutions de la monnaie et du crédit sont demeurés positifs, la croissance de la monnaie au sens large (M3) et le crédit au secteur privé ressortant à leurs niveaux les plus élevés depuis 2009. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large reflètent la poursuite de la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments inclus dans M3.

La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est restée robuste, sous l'effet de la poursuite de la transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux taux débiteurs des banques, qui sont demeurés historiquement bas. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro menée au troisième trimestre 2019 témoigne également de conditions favorables d'octroi des crédits bancaires. Toutefois, il a été observé que les implications pour la stabilité financière devaient faire l'objet d'un suivi attentif, car la baisse des taux débiteurs pourrait réduire les marges des banques au-delà de la couverture suffisante des risques. En outre, il a été souligné qu'une plus grande attention devait être accordée aux secteurs financiers non bancaires, où les conditions de financement de marché plus souples et la quête de rendement font également peser des risques.

#### *Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener*

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'ensemble de mesures décidées lors de la réunion de politique monétaire de septembre du Conseil des gouverneurs a préservé dans une large mesure les conditions financières très favorables prévalant au cours de la période antérieure à cette réunion, en partie en raison de l'anticipation d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Cela a été perçu comme montrant que les marchés avaient bien compris la « fonction de réaction » du Conseil des gouverneurs. En dépit d'un certain mouvement haussier sur la partie courte de la courbe des rendements depuis la réunion de politique monétaire de septembre, dans une perspective un peu plus longue, les conditions financières se sont nettement assouplies depuis la conférence de Sintra en juin de cette année.

Il a été souligné que les informations disponibles depuis la réunion de politique monétaire de septembre ont confirmé le ralentissement marqué de la croissance économique dans la zone euro et l'insuffisance persistante de l'inflation par rapport à son objectif, justifiant ainsi les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs lors de cette réunion. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que des informations supplémentaires seront nécessaires pour réévaluer les perspectives d'inflation et l'incidence des mesures de politique monétaire, notamment en raison du fait que certaines mesures devaient encore être mises en œuvre – notamment la reprise des achats nets d'actifs et l'introduction d'un système à deux paliers pour la rémunération des réserves. Il faut donc accorder davantage de temps aux mesures pour que leurs effets se fassent pleinement sentir sur l'économie de la zone euro et, in fine, sur les résultats en matière d'inflation, compte tenu des délais de transmission habituels de la politique monétaire. La confiance a été

exprimée dans le fait que le vaste ensemble de mesures de politique monétaire qui ont été adoptées lors de la réunion de septembre fournit une relance monétaire substantielle, ce qui devrait contribuer à un nouvel assouplissement des conditions d'emprunt des entreprises et des ménages. Ces mesures favoriseront l'expansion de la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont accordés sur la proposition présentée par M. Lane dans son introduction de laisser inchangée l'orientation de la politique monétaire lors de la présente réunion. Cela implique de confirmer la reprise des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs du Conseil des gouverneurs à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à compter du 1<sup>er</sup> novembre 2019 et de réaffirmer les indications sur l'orientation de la politique monétaire en matière de taux directeurs, d'achats nets d'actifs et de réinvestissements.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que la politique monétaire doit demeurer très accommodante pendant une période prolongée face à l'atonie persistante de l'économie et aux évolutions modérées de l'inflation. Dès lors, il est important de mettre en œuvre dans leur intégralité les décisions de politique monétaire de septembre. Dans ce contexte, il a été souligné que la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs revêt une importante fonction de stabilisation, comme M. Lane l'a souligné dans son introduction. Le renforcement de la composante de la *forward guidance* relative aux perspectives économiques décidé lors de la réunion de politique monétaire de septembre, qui avait lié plus nettement la trajectoire probable des taux d'intérêt directeurs aux perspectives d'inflation, garantit que les conditions financières s'ajusteront aux évolutions des perspectives d'inflation, renforçant ainsi l'engagement pris par le Conseil des gouverneurs d'atteindre son objectif d'inflation. Il a été affirmé que la nature même de la *forward guidance*, qui s'appuie sur la situation économique, dépendant d'une composante prospective, selon laquelle les perspectives d'inflation doivent afficher une convergence durable vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et d'une composante rétrospective, selon laquelle la convergence de l'inflation doit se refléter de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente observée, représente un guide clair pour la « fonction de réaction » du Conseil des gouverneurs.

L'engagement ferme du Conseil des gouverneurs à fournir le stimulus monétaire nécessaire a été jugé important pour garantir la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil. Dès lors, il est primordial pour le Conseil des gouverneurs de rester prêt à agir en utilisant la panoplie complète de ses instruments si les perspectives d'inflation le requièrent. L'attention a, toutefois, été attirée sur le fait qu'il fallait aussi prendre dûment en compte les éventuels effets secondaires des mesures de politique monétaire. En même temps, il a été instamment demandé de faire preuve de patience afin de laisser aux mesures prises en septembre le temps de produire leurs effets sur l'économie, confortant une position « d'attente » dans la conjoncture actuelle.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions présentées par M. Lane dans son introduction. Il convient de souligner que le train de mesures de politique monétaire de septembre a favorisé la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des

gouverneurs, tout en observant que la transmission des différentes mesures prendra du temps pour produire ses effets sur la dynamique de la croissance et de l'inflation. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer avec force son engagement sans faille à atteindre son objectif d'inflation et la nécessité d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée afin d'affermir les tensions inflationnistes et de soutenir l'inflation totale à moyen terme. Au vu de la persistance de risques à la baisse élevés entourant les perspectives de la zone euro, il convient également de souligner que le Conseil des gouverneurs continue de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Pour l'avenir, il a été fermement appelé à l'unité du Conseil des gouverneurs. S'il a été souligné que des discussions ouvertes et franches au sein du Conseil des gouverneurs étaient absolument nécessaires et légitimes, il a été jugé important de forger un consensus et une unité derrière l'engagement du Conseil des gouverneurs de poursuivre son objectif d'inflation.

En outre, l'appel aux autres responsables de la politique économique a été renouvelé, soulignant la nécessité pour eux d'apporter une contribution plus décisive à la relance de l'économie de la zone euro. En particulier, la politique budgétaire, notamment celle des États disposant d'une marge de manœuvre budgétaire, doit jouer un rôle plus important dans la stabilisation de la situation économique au regard de la dégradation des perspectives économiques et de la persistance de risques à la baisse élevés.

#### *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 demeureront inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et - 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Comme décidé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 septembre 2019, les achats nets reprendront dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2019. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt directeurs et d'y mettre fin peu avant qu'il ne commence à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

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 de l'APP 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.is191024~78a5550bc1.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp191024~438769bd4f.fr.html>

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 23-24 octobre 2019

### **Membres**

M. Draghi, président  
M. de Guindos, vice-président  
M. Cœuré  
M. Costa  
M. Hernández de Cos  
M. Herodotou\*  
M. Holzmann  
M. Kažimír  
M. Knot  
M. Lane  
Mme Lautenschläger  
M. Makhlouf\*  
M. Mersch  
M. Müller  
M. Rehn  
M. Reinesch  
M. Rimšēvičs  
M. Stournaras\*  
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 octobre 2019 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

### **Autres participants**

Mme Lagarde, présidente désignée  
M. Dombrovskis, vice-président de la Commission\*\*  
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

\*\* Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

**Personnes accompagnantes**

M. Alves

M. Arce

M. Aucremanne

M. Bradeško

Mme Buch

M. Demarco

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Garnier

M. Haber

M. Kuodis

M. Kyriacou

M. Luikmel

M. Lünemann

M. Odór

M. Pattipeilohy

M. Rutkaste

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 Questions 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 jeudi 16 janvier 2020.