



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

11 juillet 2019

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

qui s'est tenue à Vilnius

le mercredi 5 et le jeudi 6 juin 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 options possibles de politique monétaire

### *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 les 9 et 10 avril 2019, les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, d'une part, et les États-Unis et le Mexique, d'autre part, se sont progressivement détériorées, exerçant une incidence négative sur les marchés boursiers mondiaux et entraînant une hausse des primes de risque sur actions. Les rendements obligataires sont retombés à des niveaux qu'ils n'avaient pas connus depuis plusieurs années. Sur les marchés des changes, l'euro et le dollar des États-Unis se sont appréciés en termes effectifs nominaux, reflétant principalement la faiblesse des devises des économies de marché émergentes et, en particulier, du renminbi chinois. Dans le même temps, l'euro a continué de se déprécier graduellement par rapport au dollar, une tendance observée depuis début 2018 qui est probablement liée aux évolutions des perspectives de croissance relatives des deux économies.

Sur les marchés obligataires, le rendement des emprunts publics allemands à dix ans a diminué de plus de 70 points de base depuis octobre 2018, jusqu'à un niveau historiquement bas de -22 points de base. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a baissé encore davantage, de quelque 100 points de base sur la même période. D'après des données provisoires, la baisse récente des rendements obligataires mondiaux signifierait une réévaluation plus large par les marchés des perspectives en matière de croissance mondiale et de politique monétaire plutôt qu'un mouvement temporaire de report vers les valeurs sûres.

Premièrement, les écarts de rendement des obligations souveraines à rendement élevé de la zone euro – à l'exception des emprunts publics italiens – ont diminué ces dernières semaines, contrairement aux évolutions observées pendant les périodes d'aversion générale pour le risque, au cours desquelles ces écarts de rendement ont tendance à augmenter vis-à-vis des obligations allemandes. Les rendements des obligations souveraines espagnoles et portugaises à dix ans se sont établis à leurs plus bas niveaux historiques.

De plus, les taux anticipés à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans de la zone euro ont poursuivi leur tendance baissière de ces derniers mois et ne s'établissent actuellement que légèrement au-dessus du niveau historiquement bas de 1,25 % observé à la suite du référendum de 2016 sur le Brexit. Aux États-Unis, les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont également diminué plus récemment.

Un troisième facteur reflétant des inquiétudes croissantes relatives aux perspectives de croissance a trait aux évolutions récentes de l'écart de rendement entre le *Bund* à dix ans et le taux des *swaps* au jour le jour (OIS). Il constitue une bonne approximation de la rareté sur les marchés obligataires. Depuis le début de l'année,

avec la baisse régulière des rendements du *Bund*, les taux des OIS ont baissé encore plus vite. Cela donne à penser que la baisse récente des rendements du *Bund* reflétait globalement une révision des perspectives d'évolution à moyen terme de la politique monétaire, s'agissant tant du niveau des taux directeurs que de l'incertitude qui les entoure.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia montre également qu'une réévaluation des perspectives de la politique monétaire dans la zone euro est intervenue. Depuis octobre 2018, la courbe s'est nettement aplatie et, plus récemment un déplacement important a été observé depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril 2019. Des changements significatifs ont également affecté le profil de la courbe des rendements des bons du Trésor américain. Ces dernières semaines, la pente de la courbe s'est inversée dans sa partie médiane, en cohérence avec des anticipations de baisse des taux.

### *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, l'activité manufacturière et les échanges commerciaux sont demeurés faibles à l'échelle mondiale. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale a diminué en mai, signalant un certain ralentissement de l'activité mondiale au deuxième trimestre 2019. Reflétant la faiblesse de l'activité manufacturière, le commerce mondial est resté modéré au premier trimestre 2019. La hausse annuelle des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE est ressortie à 2,5 % en avril, après 2,3 % en mars, en raison d'un renforcement de l'inflation sous-jacente et des prix de l'énergie. Hors produits alimentaires et énergie, la hausse annuelle de l'IPC s'est établie à 2,2 % en avril, après 2,1 % en mars. Les prix du pétrole ont diminué de 11 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril et oscillent à présent autour de 62,3 dollars le baril. Sur la même période, les prix des produits alimentaires ont baissé de près de 4 % et les prix des métaux de 2,7 %, tandis que l'euro est demeuré globalement inchangé par rapport au dollar, mais s'est légèrement apprécié en termes effectifs nominaux.

S'agissant de l'économie de la zone euro, la croissance du PIB en volume a rebondi de manière inattendue au premier trimestre 2019, de 0,4 % en rythme trimestriel selon la deuxième estimation d'Eurostat. Ce rebond a été soutenu par certains facteurs temporaires, notamment dans le secteur manufacturier. Cependant, les indicateurs tirés d'enquêtes font état d'une moindre croissance pour la période à venir.

S'agissant des composantes de la demande intérieure, la consommation privée réelle a enregistré une croissance trimestrielle robuste de 0,5 %. Cette évolution résulte en partie d'une reprise des achats de voitures particulières après la morosité observée au quatrième trimestre 2018 en raison de l'introduction de la nouvelle procédure d'essai harmonisée au niveau mondial pour les véhicules légers (WLTP), ainsi que d'une certaine normalisation en France à la suite de l'atonie imputable aux manifestations des « gilets jaunes ».

L'investissement résidentiel réel a fortement progressé au premier trimestre 2019, de 1,5 % en glissement trimestriel, soutenu par la clémence des conditions météorologiques. L'investissement en machines et équipements a augmenté de 1,2 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2019, résistant relativement bien face au ralentissement récent de la croissance. La persistance prolongée des incertitudes fait toutefois peser un risque à la baisse sur les perspectives d'investissement des entreprises.

S'agissant des évolutions sur le marché du travail, selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'emploi dans la zone euro a augmenté de 0,3 % en glissement trimestriel au premier trimestre 2019, soit un rythme comparable à ceux observés au cours des deux trimestres précédents. De plus, l'indice composite des directeurs d'achat relatif à l'emploi est ressorti à 52,7 en mai, ce qui va dans le sens de la poursuite d'une croissance globalement positive. Cet indicateur a résisté dans les services, mais a diminué dans le secteur manufacturier, passant au-dessous du seuil de 50 indiquant une stabilité pour la première fois depuis août 2014.

Les exportations de la zone euro, tant intra-zone que vers le reste du monde, ont affiché des premiers signes de stabilisation. Dans le même temps, les indicateurs avancés continuent d'anticiper une atonie des échanges commerciaux pour la période à venir.

Ces évolutions se sont également reflétées dans les projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, d'après lesquelles la croissance annuelle du PIB en volume devrait s'établir à 1,2 % en 2019 et 1,4 % les deux années suivantes. Tandis que les données objectives récentes relatives au premier trimestre 2019 se sont révélées meilleures qu'attendu, les trimestres suivants ont donné lieu à des révisions à la baisse, principalement en raison de l'affaiblissement des échanges mondiaux.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est ressortie en baisse à 1,2 % en mai, après 1,7 % en avril, en raison principalement d'une hausse plus faible des prix de l'énergie et des services. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est ressortie en baisse à 0,8 % en mai, après 1,3 % en avril. Abstraction faite de la volatilité liée au calendrier des fêtes de Pâques, les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées. Dans le même temps, d'après les dernières informations, les tensions sur les salaires ont continué de s'accumuler. La croissance annuelle des salaires négociés dans la zone euro a été de 2,2 % au premier trimestre 2019, sans changement par rapport au quatrième trimestre 2018.

Les projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une hausse annuelle de l'IPCH passant de 1,3 % en 2019 à 1,4 % en 2020 et 1,6 % en 2021. Par rapport aux projections de mars 2019 établies par les services de la BCE, les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH ont été révisées à la hausse, de 0,1 point de pourcentage pour 2019 et à la baisse, de 0,1 point de pourcentage, pour 2020, tandis qu'elles sont demeurées inchangées pour 2021. Les projections d'inflation sont conformes aux prévisions des autres institutions.

Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont baissé pour tous les horizons depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril. Bien que ces mesures soient proches des points bas historiques, aucune hausse significative du risque de déflation n'est intervenue par rapport à la situation de 2015 ou de 2016. Cependant, les mesures de l'inflation attendue à plus long terme tirées d'enquêtes sont demeurées stables. L'anticipation à plus long terme de la dernière enquête de la BCE menée en mars auprès des prévisionnistes professionnels est ressortie à 1,8 %, résultat inférieur de 0,1 point de pourcentage à celui de l'enquête portant sur la période comprise entre le quatrième trimestre 2017 et le quatrième trimestre 2018. En outre, les autres enquêtes relatives aux anticipations d'inflation à long terme, menées par le Consensus économique et le Baromètre de la zone euro, demeurent globalement conformes à l'objectif d'inflation de la BCE.

Les conditions financières de la zone euro se sont légèrement durcies, mais sont restées plus souples qu'au début de l'année. Le léger durcissement des conditions financières observé dans la zone euro depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril peut être attribué essentiellement à une intensification des tensions commerciales, qui a entraîné une appréciation de l'euro en termes effectifs nominaux et une baisse des prix des actions. Le recul des marchés boursiers est intervenu en dépit d'une amélioration des prévisions de bénéfices des entreprises. Dans le même temps, le moment anticipé pour un relèvement des taux directeurs de la BCE a été sensiblement repoussé, les marchés percevant une certaine probabilité de baisses des taux.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance annuelle de la monnaie au sens large (M3) s'est accélérée en avril pour s'établir à 4,7 %, en rythme annuel, affichant toujours une relative résilience face à la diminution de la contribution mécanique des achats réalisés dans le cadre de l'APP. Du point de vue des contreparties, si les concours au secteur privé sont restés la principale source de création monétaire, la moindre contribution de l'APP depuis juillet 2018 a été remplacée par des flux monétaires extérieurs et, dans une plus faible mesure, par les créances bancaires sur les administrations publiques. Au niveau de la zone euro, les taux d'intérêt composites sur les prêts aux sociétés non financières et sur les prêts au logement consentis aux ménages se sont établis à 1,62 % et 1,75 %, respectivement, atteignant de nouveaux points bas historiques. Les taux pratiqués sur les dépôts sont demeurés stables à des niveaux très faibles.

En ce qui concerne la politique budgétaire, le déficit des administrations publiques de la zone euro, après s'être établi à 0,5 % en 2018, devrait se creuser cette année pour atteindre 0,9 % du PIB et demeurer constant par la suite, malgré une diminution des charges d'intérêts. Cela reflète une orientation budgétaire légèrement expansionniste.

## *Réflexions et options possibles de politique monétaire*

En résumé, M. Lane a observé que, si les données solides les plus récentes relatives à l'activité économique au premier trimestre ont été plus favorables qu'attendu, pour partie en raison de facteurs temporaires, la modération du commerce mondial et la présence prolongée d'incertitudes ont continué de peser sur les évolutions de la croissance dans la zone euro, comme cela ressort d'une nouvelle révision à la baisse des perspectives de croissance figurant dans les projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème.

Les conditions du crédit bancaire aux entreprises et aux ménages sont restées très favorables, même si les conditions de financement globales se sont légèrement durcies depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril, en grande partie en raison d'une nouvelle intensification des tensions commerciales.

La balance des risques reste orientée négativement, malgré la révision à la baisse des projections relatives à la croissance, essentiellement en raison des sources persistantes d'incertitudes liées à l'environnement international. Ces incertitudes pourraient affaiblir ou retarder la reprise de la demande extérieure au-delà de ce que les projections de juin ont déjà fait ressortir et peser davantage sur l'investissement et la consommation. Les tensions commerciales se sont de nouveau intensifiées, la période d'incertitude entourant le Brexit a été allongée et les fragilités persistent dans les économies de marché émergentes, en dépit de signes de stabilisation de certaines d'entre elles.

La hausse de l'IPCH s'est modérée en mai, principalement en raison de facteurs temporaires. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'afficher un profil d'évolution indéterminé, même si les tensions sur les coûts du travail se sont encore renforcées et généralisées, les tensions s'intensifiant sur les marchés du travail. Les projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème ont globalement confirmé les perspectives d'évolution de l'inflation de mars, selon lesquelles l'inflation atteindrait seulement 1,6 % en 2021, niveau inférieur à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont encore diminué.

Par conséquent, M. Lane a jugé indispensable une mise à jour de l'orientation de la politique monétaire pour apporter le soutien monétaire nécessaire afin que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Ainsi, il a proposé les ajustements suivants : premièrement, étendre le volet calendrier de la *forward guidance* de la BCE relative à la trajectoire des taux d'intérêt « au moins pendant le premier semestre 2020 » ; deuxièmement, réaffirmer les indications du Conseil des gouverneurs sur les réinvestissements ; et, troisièmement, en se fondant sur une évaluation du canal bancaire de transmission de la politique monétaire et sur l'évolution des perspectives économiques, décider que le taux d'intérêt appliqué à la future série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) sera égal au taux moyen des opérations principales de refinancement, majoré de 10 points de base sur la durée de l'opération concernée, et aussi bas que le taux moyen de la facilité de dépôt, majoré de 10 points de base pour les banques dont le montant net de prêts éligibles est supérieur à une valeur de

référence. Un équilibre raisonnable a ainsi été établi entre la reconnaissance des évolutions solides du crédit bancaire et l'importance de préserver l'orientation accommodante.

Ces mesures sont appropriées dans l'environnement économique actuel et apporteront le soutien monétaire nécessaire pour que l'inflation se rapproche de niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme. Pour la période à venir, le Conseil des gouverneurs est déterminé à agir en cas d'évolutions défavorables. Il se tient prêt à assouplir davantage l'orientation de la politique monétaire en ajustant l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour atteindre l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Les mesures envisageables incluent l'extension et le renforcement de la *forward guidance*, une reprise des achats nets d'actifs et une baisse des taux directeurs.

En outre, faisant suite à la communication d'avril 2019, le Conseil des gouverneurs indique que, à ce stade, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence durable de l'inflation n'est pas compromise par leurs éventuels effets secondaires sur l'intermédiation bancaire. Néanmoins, le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller étroitement le canal bancaire de transmission de la politique monétaire et d'étudier les arguments en faveur de mesures compensatrices.

En complément des remarques de M. Lane, M. Cœuré a souligné que, dans sa communication du 7 mars 2019, la BCE avait précisé que de plus amples informations sur les modalités précises des TLTRO III seraient publiées en temps utile. Le Directoire élabore actuellement des propositions concernant les derniers détails du programme TLTRO III, en tenant compte d'une évaluation approfondie du canal bancaire de transmission de la politique monétaire, ainsi que des nouvelles évolutions des perspectives économiques, mais en prenant également en considération l'expérience acquise avec les TLTRO I et les TLTRO II. Un communiqué de presse technique, qui doit être publié à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs, apportera des précisions concernant la fixation des taux des TLTRO III, la définition de la valeur de référence pour les prêts et l'objectif en termes de performances, la définition des groupes aux fins des TLTRO III, la facilité d'emprunt et les périodes de référence, ainsi que les limites de concentration applicables à chaque opération de la série TLTRO III. L'Eurosystème assurera une nouvelle communication aux contreparties en temps utile.

## **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 largement partagé l'évaluation des perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Lane dans son introduction. En dépit de données légèrement meilleures que prévu concernant le premier trimestre 2019, les informations les plus récentes signalent que les facteurs défavorables au niveau mondial continuent de peser sur les

perspectives de la zone euro. La présence prolongée d'incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à l'accentuation de la menace protectionniste et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, pèse sur le climat économique. Dans le même temps, de nouvelles créations d'emplois et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la résilience de l'économie de la zone euro et le renforcement progressif de l'inflation. Ce scénario ressort globalement des projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoient une hausse annuelle du PIB en volume de 1,2 % en 2019, de 1,4 % en 2020 et de 1,4 % en 2021. Par rapport aux projections de mars 2019 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été révisées à la hausse pour 2019 et à la baisse pour 2020 et 2021.

Après un examen des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont souligné la poursuite de la modération du commerce mondial, et des inquiétudes ont été exprimées à propos des incertitudes omniprésentes et prolongées dans l'environnement extérieur et de leur incidence défavorable sur les perspectives de la croissance mondiale pour un certain temps encore. L'incertitude persistante et les tensions commerciales ont affecté négativement la production et les chaînes d'approvisionnement internationales, s'accompagnant de possibles répercussions sur les programmes d'investissement.

Il a généralement été considéré que les risques pesant sur l'environnement extérieur étaient en augmentation ou avaient déjà augmenté, notamment ceux liés à la détérioration des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine et à l'incertitude persistante concernant la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Il a été souligné que les marchés semblent interpréter l'intensification des conflits commerciaux comme le signe d'un bouleversement plus fondamental de l'ordre multilatéral. Dans ce contexte, les risques relatifs à l'environnement extérieur sont perçus comme restant orientés négativement, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil ont observé que les données récentes avaient été contrastées, le PIB en volume ayant augmenté de 0,4 %, en glissement trimestriel, au premier trimestre 2019, après une hausse de 0,2 % au quatrième trimestre 2018. Toutefois, d'autres données économiques et résultats d'enquêtes vont dans le sens d'un léger ralentissement de la croissance au deuxième et au troisième trimestre de cette année. Ce ralentissement reflète la faiblesse actuelle du commerce international dans un contexte de persistance de l'incertitude au niveau mondial, qui pèse en particulier sur le secteur manufacturier de la zone euro. L'activité dans les secteurs des services et de la construction reste quant à elle dynamique, et la situation sur le marché du travail continue de s'améliorer. Dans ce contexte, il a été avancé que, dans les indicateurs économiques récents, un écart est apparu entre les données objectives, notamment celles relatives à l'emploi et aux salaires, qui ont continué de soutenir la demande intérieure, et certains indicateurs de confiance et perceptions du marché, qui semblent plus négatifs. L'attention a été attirée sur une apparente dichotomie entre les projections économiques et les perceptions que les marchés ont actuellement des perspectives d'activité, comme le reflètent les prix de marché, tant au plan mondial que pour la zone euro. Il a été avancé que les marchés pouvaient être enclins à réagir de façon



excessive, tandis que les projections économiques ont tendance à réviser leurs perspectives assez lentement et à revenir à la moyenne. Il a été indiqué que les marchés financiers tendaient à attribuer une plus forte pondération aux risques extrêmes que le scénario de référence.

En examinant plus en détail les projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les membres du Conseil ont souligné que le scénario de référence restait globalement conforme aux projections de mars 2019 établies par les services de la BCE et que les évolutions par rapport aux révisions à la baisse observées dans l'exercice de mars n'étaient pas très importantes, en particulier s'agissant de l'inflation. Il a été souligné que la demande intérieure a jusqu'ici fait preuve de résilience, sous l'effet d'une forte croissance de l'emploi et des salaires, de conditions de crédit favorables et du soutien apporté par une orientation très accommodante de la politique monétaire et une orientation budgétaire modérément expansionniste. L'accent a été mis sur les projections relatives à l'emploi, qui ont été constamment révisées à la hausse. Il a également été noté que le risque de récession était faible.

L'attention a également été attirée sur la dispersion des taux de croissance entre les différents pays, qui indique que la « phase de morosité » (*soft patch*) de l'activité qui a été observée est principalement imputable à deux des plus grandes économies de la zone euro, dotées d'importants secteurs manufacturiers axés sur les exportations, tandis qu'ailleurs, l'activité est plus robuste. Toutefois, compte tenu des chaînes de valeurs intra-européennes intégrées, il a également été souligné que le ralentissement du secteur manufacturier enregistré dans ces deux économies pourrait encore se propager.

La balance des risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro a été évaluée par les membres du Conseil comme restant orientée négativement, en raison de la persistance d'incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste 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. Il a été rappelé que, afin que les effets bénéfiques des mesures de politique monétaire de la BCE puissent se faire sentir pleinement, d'autres pans de la politique économique doivent contribuer de façon plus décisive à élever le potentiel de croissance à plus long terme et à réduire les vulnérabilités.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,2 % en mai 2019, contre 1,7 % en avril, en raison principalement d'une hausse plus faible des prix de l'énergie et des services. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se ralentir au cours des prochains mois, avant de s'accélérer à nouveau vers la fin de l'année. Abstraction faite de la récente volatilité due à des facteurs temporaires, les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées, mais les tensions sur les coûts de main-d'œuvre ont continué de s'accroître et de se généraliser 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 en cours et l'accélération de la hausse des salaires.

Ce scénario ressort aussi, globalement, des projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, qui prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 1,3 % en 2019, de 1,4 % en 2020 et de 1,6 % en 2021. Par comparaison avec les projections de mars 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives d'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues à la hausse, de 0,1 point de pourcentage pour 2019, et à la baisse, de 0,1 point de pourcentage pour 2020. Les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans l'orientation haussière de la trajectoire de l'inflation et il a été souligné que la volatilité récente et prononcée des données relatives à l'inflation devrait être temporaire et a résulté, dans une large mesure, du calendrier des jours fériés et de changements méthodologiques en matière de désaisonnalisation dans la plus grande économie de la zone euro.

Il a été fait référence au déplacement vers le bas de la distribution, calculée à partir des options, des anticipations d'inflation. Les taux anticipés à cinq ans des *swaps* indexés sur l'inflation dans cinq ans sont revenus à des niveaux proches des points bas précédents enregistrés en septembre 2016. Dans le même temps, il a été rappelé que même si des facteurs techniques pourraient affecter le contenu en information des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché et qu'aucune détérioration de cette ampleur n'a été détectée dans d'autres mesures, notamment les enquêtes, il ne faut pas relâcher les efforts.

Avec le léger ralentissement des coûts unitaires de main-d'œuvre qui devrait être observé sur l'horizon de projection, les gains de productivité ayant dépassé la croissance des salaires, la hausse des marges bénéficiaires a été considérée comme le principal facteur à l'origine de la hausse de l'inflation dans les projections. Toutefois, il a été indiqué que des marges bénéficiaires plus élevées pourraient ne pas se matérialiser dans un environnement de ralentissement de la demande intérieure et en présence d'importants volants de liquidité détenus par les sociétés, qui pourraient être utilisés pour faire face aux chocs dans des conditions incertaines. De ce fait, la répercussion des salaires sur les prix pourrait ne pas être observée pendant un certain temps. Il a toutefois également été souligné que, si la répercussion limitée des salaires sur les prix demeurait une énigme et que des incertitudes et des décalages existaient dans la relation, les forces économiques fondamentales nécessaires au redressement, à terme, de l'inflation étaient cependant toujours présentes.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large ont été jugés comme traduisant la poursuite de la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention de M3. L'agrégat monétaire étroit M1 est la composante qui a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Du côté des contreparties, l'activité de prêt au secteur privé non financier est restée globalement robuste et a continué d'être soutenue par des coûts d'emprunt très favorables pour les entreprises et les ménages dans la zone euro, qui sont demeurés proches de leurs points bas historiques.

Les membres ont dans l'ensemble partagé l'évaluation selon laquelle, aux niveaux actuels, la politique de taux d'intérêts négatifs de la BCE continue de soutenir la croissance des prêts et, au final, la croissance

économique et l'inflation. Les coûts immédiats de la politique de taux d'intérêt négatifs résultant du fait que les banques payent un taux négatif sur leurs excédents de réserves et sur leurs détentions au titre de la facilité de dépôt ont été considérés comme globalement limités. Jusqu'ici, dans l'ensemble, les effets bénéfiques de la production de volumes de prêts plus importants et de la réduction des risques et des provisions pour pertes sur prêts en raison d'évolutions macroéconomiques plus favorables suscitées par les taux d'intérêt négatifs l'emportaient sur les coûts. Il a été remarqué que ces résultats nécessitaient une analyse plus approfondie et que cette évaluation pourrait ne pas se maintenir pour des taux directeurs inférieurs ou des horizons supérieurs à ceux prévus dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs.

#### *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. Globalement, les conditions financières se sont légèrement durcies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril, en grande partie en raison d'une nouvelle intensification des tensions commerciales. Dans le même temps, les conditions de crédit sont restées très favorables pour les entreprises et pour les ménages. Même si de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires ont continué de soutenir la résilience de l'économie domestique et le renforcement progressif des tensions inflationnistes, un degré élevé de soutien monétaire est demeuré nécessaire pour favoriser l'expansion de la zone euro, l'accroissement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, l'évolution de l'inflation totale à moyen terme.

Un large consensus s'est également dégagé sur l'évaluation selon laquelle une mise à jour de l'orientation de la politique monétaire s'imposait, compte tenu de la prolongation des incertitudes et de leurs implications pour les perspectives d'inflation. La confiance dans le scénario de référence et dans un ajustement durable de la trajectoire d'inflation reste justifiée, mais l'inflation devrait encore se situer à 1,6 % seulement en 2021, ce qui a été jugé toujours relativement éloigné de l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Il a par conséquent été considéré comme important pour le Conseil des gouverneurs de montrer sa détermination à agir, conformément à sa fonction de réaction, en ajustant l'orientation de sa politique monétaire lors de la présente réunion, et à continuer de se préparer pour faire face à des évolutions potentiellement défavorables au cours de la période à venir.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont largement souscrit à l'ensemble des mesures de politique monétaire proposées par M. Lane dans son introduction : premièrement, ajuster le volet calendrier de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE pour indiquer que le Conseil des gouverneurs prévoit actuellement que les taux resteront à leurs niveaux actuels « au moins pendant le premier semestre 2020 » ; deuxièmement, réaffirmer les indications du Conseil des gouverneurs sur les réinvestissements ; et, troisièmement, en se fondant sur une évaluation du canal de transmission par l'intermédiaire des banques de la politique monétaire et les évolutions des perspectives économiques, décider que le taux d'intérêt appliqué aux futures opérations TLTRO III serait égal au taux moyen des opérations

principales de refinancement majoré de 10 points de base sur la durée de l'opération concernée, et aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt, majoré de 10 points de base pour les banques dont le montant net de prêts éligibles est supérieur à une valeur de référence. Dans le même temps, des nuances ont été exprimées quant aux différents éléments constituant le train de mesures.

En réponse au nouvel affaiblissement des perspectives économiques et aux évolutions modérées de l'inflation, dans un contexte d'incertitudes persistantes, l'extension du volet calendrier de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt a été largement considérée comme appropriée. Il a été remarqué que, si le volet calendrier était progressivement aligné avec les anticipations des marchés en réaction aux évolutions de l'environnement macroéconomique, la valeur spécifique du volet calendrier pourrait être considérée comme amoindrie. La *forward guidance* sur la trajectoire des taux d'intérêt demeure néanmoins le principal instrument pour ajuster l'orientation de la politique monétaire et a prouvé son efficacité. De plus, l'extension de six mois du volet calendrier a été considérée comme conforme à une approche progressive pour ajuster la politique monétaire, qui permettrait un suivi sur la période à venir afin de voir si la phase de morosité prolongée (*soft patch*) qui a été observée s'avère persistante. En outre, il a été souligné que l'élément relatif à la situation économique intégrait un puissant stabilisateur automatique, comme indiqué par le déplacement vers le bas très marqué de l'ensemble de la courbe des *swaps* de taux d'intérêt depuis le début de l'année.

En ce qui concerne les conditions de taux appliquées aux opérations TLTRO III, les membres du Conseil ont largement soutenu la proposition de M. Lane et se sont accordés sur son évaluation selon laquelle cela établissait un équilibre raisonnable entre la reconnaissance des évolutions solides du crédit bancaire et l'importance de préserver l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE. L'application d'un taux minimal égal à celui de la facilité de dépôt majoré de 10 points de base a été largement considérée comme très favorable et comme maximisant l'efficacité des opérations à venir en termes de politique monétaire. Des arguments ont été présentés en faveur de conditions de taux plus conformes à celles des TLTRO II. Cela a été considéré comme renforçant encore davantage la contribution des TLTRO III à l'orientation de la politique monétaire. Dans le même temps, il a été admis que le crédit bancaire était, dans l'ensemble, beaucoup plus soutenu que cela n'était le cas au moment de l'annonce des TLTRO II.

Dans le cadre de leur évaluation régulière, les membres du Conseil ont également largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle, à ce stade, la contribution positive des taux d'intérêt négatifs à l'orientation accommodante de la politique monétaire et à la convergence durable de l'inflation n'est pas compromise par les éventuels effets secondaires sur l'intermédiation bancaire. Dans le même temps, un large consensus s'est dégagé sur le fait que le Conseil des gouverneurs doit continuer de surveiller étroitement le canal de transmission bancaire de la politique monétaire et d'étudier les arguments en faveur de mesures compensatrices. Dans ce contexte, il a été souligné que les éventuels effets secondaires d'un environnement de taux d'intérêt bas devraient également être traités par le biais de politiques macroprudentielles adaptées. Il a par conséquent été préconisé de renforcer l'efficacité des cadres macroprudentiels et des outils prudentiels afin de traiter les éventuels risques pour la stabilité financière liés au maintien des taux d'intérêt à de très bas niveaux sur un horizon prolongé.

Dans ce contexte, le président a constaté que tous les membres du Conseil souscrivaient à l'ensemble des mesures de politique monétaires proposées par M. Lane dans son introduction, cet ensemble ayant été jugé approprié dans le contexte économique actuel pour apporter le soutien monétaire nécessaire pour que l'inflation continue de suivre une trajectoire durable vers des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme.

Parallèlement, un large consensus s'est dégagé sur le fait que, compte tenu de l'incertitude accrue, qui devrait se prolonger à l'avenir, le Conseil des gouverneurs devait se tenir prêt à assouplir encore l'orientation de la politique monétaire en ajustant l'ensemble de ses instruments de façon adéquate afin d'atteindre son objectif de stabilité des prix. Les éventuelles mesures à envisager incluent notamment la possibilité d'étendre et de renforcer encore la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs, de reprendre les achats nets d'actifs et d'abaisser les taux directeurs.

Dans ce contexte, il a également été noté que si l'environnement d'inflation trop faible continuait de prévaloir, des considérations de nature plus stratégique pourraient être nécessaires afin de renforcer la crédibilité de la politique monétaire de la BCE et de soutenir la réalisation d'un ajustement durable de l'inflation vers son objectif d'inflation. On a fait valoir que la communication du Conseil des gouverneurs devrait mettre davantage l'accent sur la symétrie de son objectif à moyen terme en clarifiant le fait que les écarts de l'inflation par rapport à l'objectif du Conseil des gouverneurs seraient tolérés de manière symétrique, dans les deux sens, aussi longtemps que cela favoriserait la réalisation de son objectif d'inflation de manière durable à moyen terme. Dans le même temps, il a été précisé qu'il fallait prendre soin de s'assurer que des considérations de nature stratégique ne pourraient pas être considérées comme modifiant les règles du jeu à un moment où il s'avère difficile d'atteindre l'objectif d'inflation 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 pendant le premier semestre 2020 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 (*asset purchase programme* – 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.

S'agissant des modalités de la nouvelle série de TLTRO trimestrielles, le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux d'intérêt de chaque opération sera supérieur de 10 points de base au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème sur la durée de chaque TLTRO. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération, majoré de 10 points de base. Des modalités supplémentaires seront définies dans un communiqué de presse technique publié à la fin de la conférence de presse.

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.is190606~32b6221806.fr.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190606~1876cad9a5.fr.html>

<https://www.banque-france.fr/communique-de-presse/la-bce-annonce-le-detail-des-nouvelles-operations-de-refinancement-plus-long-terme-ciblees-tltro-iii>

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 5-6 juin 2019

### **Membres**

M. Draghi, président  
M. de Guindos, vice-président  
M. Cœuré  
M. Costa  
M. Hansson  
M. Hernández de Cos  
M. Herodotou  
M. Kažimír\*  
M. Knot\*  
M. Lane  
Mme Lautenschläger  
M. Mersch  
M. Nowotny  
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 juin 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  
M. Cassidy  
M. Demarco  
Mme Donnery  
M. Gaiotti  
Mme Goulard  
M. Kuodis  
Mme Mauderer  
M. Müller  
M. Ódor  
M. Pattipeilohy  
Mme Ritzberger-Grünwald  
M. Rutkaste  
M. Schoder  
M. Kyriacou  
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. Rostagno, directeur général Politique monétaire  
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques  
M. Stracca, directeur général adjoint Relations internationales et européennes  
Mme Valla, directrice générale adjointe Politique monétaire

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 22 août 2019.