



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

22 août 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 24 et le jeudi 25 juillet 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 évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs les 5 et 6 juin 2019. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les rendements des obligations souveraines ont diminué temporairement, retombant à des niveaux qu'ils n'avaient pas connus depuis plusieurs années, et dans une grande partie de la zone euro, ils ont enregistré de nouveaux points bas historiques. Les données économétriques suggèrent que les anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire à l'échelle mondiale ont été le principal facteur à l'origine de la baisse des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro depuis début 2019.

L'évolution de la courbe des taux anticipés de l'Eonia indique la prise en compte d'une réduction de 10 points de base du taux de la facilité de dépôt de la BCE en septembre 2019 ; à son point bas, la courbe intègre une réduction cumulée de presque 30 points de base d'ici fin 2020. Les mesures, tirées d'enquêtes, des anticipations relatives aux taux d'intérêt dans la zone euro se sont aussi nettement déplacées vers le bas. De plus, l'incertitude entourant les perspectives de politique monétaire à court terme s'est accentuée au cours des dernières semaines, comme en témoignent la plus forte dispersion des taux anticipés du marché monétaire et le biais plus important en faveur de taux plus négatifs.

Les écarts de rendement entre les obligations souveraines à dix ans dans la zone euro et le *Bund* allemand se sont encore resserrés dans les juridictions moins bien notées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, retombant à des niveaux qu'ils n'avaient pas connus depuis plusieurs années dans l'ensemble des pays, à l'exception de l'Italie. En Espagne, au Portugal et en Grèce, les écarts de rendement sont revenus pratiquement à la moitié des niveaux observés début 2019. Les *spreads* de crédit des sociétés non financières (SNF) et des sociétés financières européennes ont également diminué au cours des dernières semaines. Pour l'essentiel, ces évolutions ont annulé l'élargissement des *spreads* observé en mai. En revanche, les écarts de rendement des obligations sécurisées sont demeurés plus stables.

S'agissant du marché des instruments financiers indexés sur l'inflation dans la zone euro, la décomposition des anticipations d'inflation à long terme suggère que l'essentiel de la baisse observée reflète une diminution de la prime de risque d'inflation plutôt qu'une modification des anticipations d'inflation. La situation est toutefois différente dans le cas des anticipations d'inflation à plus court terme, le recul observé depuis l'automne de l'année dernière reflétant principalement une baisse des anticipations d'inflation à proprement parler.

S'agissant des marchés boursiers, les indices Euro Stoxx 50 et S&P 500 ont augmenté de, respectivement, 17 % et 20 % environ depuis début 2019. D'après une décomposition à l'aide du modèle d'actualisation des

dividendes de la BCE, les perspectives d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire et la détérioration des prévisions de bénéfices ont été les principaux facteurs ayant une incidence sur les prix des actions dans la zone euro et aux États-Unis depuis le début de l'année. Sur les marchés des deux régions, la baisse des taux d'actualisation a largement compensé la détérioration des perspectives de bénéfices. Cependant, la prime de risque sur actions n'a pas joué le même rôle sur les deux marchés. Dans la zone euro, elle a eu un effet globalement neutre sur les marchés boursiers au cours de l'année. Aux États-Unis, en revanche, elle a diminué fortement et de façon persistante, surcompensant la baisse des rendements sur les marchés boursiers, en dépit d'une révision à la baisse plus marquée des prévisions de bénéfices.

Enfin, s'agissant des évolutions des taux de change, la tendance à la dépréciation sur le long terme de l'euro par rapport au dollar s'est atténuée début juin 2019, mais la volatilité reste élevée. La décomposition des principaux déterminants du taux de change EUR/USD montre que, depuis début 2019, les anticipations relatives à la politique monétaire ont eu tendance à exercer une tension à la hausse sur l'euro, cohérente avec l'ampleur de la réévaluation observée sur les marchés monétaires de la zone euro et des États-Unis au cours de cette période.

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, les données tirées d'enquêtes indiquent un ralentissement de l'activité mondiale au deuxième trimestre 2019, en particulier dans le secteur manufacturier. Le commerce mondial reste modéré en raison d'un affaiblissement de la croissance de l'investissement et de la consommation de biens durables à l'échelle mondiale, ainsi que de la persistance des tensions commerciales. Les prix du pétrole ont été volatils dans le contexte de tensions géopolitiques et ont augmenté de 2,4 % depuis la réunion de politique monétaire de juin, le prix du *Brent* s'établissant autour de 63,8 dollars le baril. Au cours de la même période, le taux de change de l'euro s'est légèrement déprécié, aussi bien en termes bilatéraux vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux.

S'agissant de la zone euro, la troisième estimation d'Eurostat confirme une croissance du PIB en volume de 0,4 % au premier trimestre 2019. Les informations devenues disponibles depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs demeurent globalement conformes aux projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème. Elles vont dans le sens d'une croissance modérée au deuxième et au troisième trimestre de l'année et indiquent que les risques pesant sur les perspectives restent orientés négativement. Les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprises depuis mi-juin suggèrent une poursuite du ralentissement de la croissance de la production, l'écart continuant de se creuser légèrement entre une activité faible dans le secteur manufacturier et une activité globalement plus forte dans les services.

S'agissant des composantes de la demande intérieure, la consommation privée réelle a enregistré une forte croissance trimestrielle de 0,5 % au premier trimestre 2019, après 0,3 % au quatrième trimestre 2018. Pour la période à venir, la poursuite de la croissance de la consommation privée est cohérente avec le sentiment des

ménages concernant leur situation financière et leurs anticipations pour les douze prochains mois, qui demeurent robustes. Cette amélioration reflète également en partie les mesures budgétaires, qui ont dopé le revenu disponible en 2019. En outre, la consommation privée continue d'être soutenue par la croissance des revenus du travail. Les indicateurs à court terme confirment jusqu'à présent la persistance d'un léger ralentissement de l'investissement des entreprises, évolution globalement conforme aux prévisions établies à l'aide d'un modèle d'accélérateur.

La situation sur le marché du travail s'est encore améliorée, avec la poursuite de la baisse du chômage et de la création d'emplois qui s'est amorcée au cours des dernières années. En mai, le taux de chômage est revenu à 7,5 %, soit 0,1 point de pourcentage de moins que le mois précédent. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat pour l'emploi a diminué pour ressortir à 52 en juillet, après avoir été globalement stable au premier semestre 2019. Aux niveaux actuels, l'indice des directeurs d'achat pour l'emploi signale une croissance de l'emploi positive, mais qui se ralentit, au troisième trimestre.

Les perspectives relatives aux échanges commerciaux restent entourées d'incertitude, et il n'y a pas de signe clair de stabilisation. En termes de types de biens, les exportations en volume de voitures demeurent très inférieures à celles enregistrées l'année dernière, reflétant une baisse de la demande mondiale de voitures particulières. Après un léger rebond vers la fin de l'année, la contribution des exportations de biens d'équipement est restée faible.

S'agissant de l'évolution des prix, l'inflation actuelle et les prévisions d'inflation demeurent modérées. En juin, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro s'est accentuée, s'inscrivant à 1,3 %, après 1,2 % en mai, la baisse des prix de l'énergie ayant été contrebalancée et au-delà par une plus forte hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, qui est passée de 0,8 % en mai à 1,1 % en juin. Abstraction faite des effets de calendrier liés à la date tardive des fêtes de Pâques cette année, les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'afficher un profil d'évolution indécis. Les données disponibles sont globalement conformes aux projections de juin, en dépit d'une actualisation mécanique des perspectives d'évolution à court terme de l'IPCH suggérant un léger ralentissement.

La croissance de la rémunération par tête s'est établie à 2,3 % au premier trimestre 2019, après 2,2 % au quatrième trimestre 2018, soit légèrement au-dessus de sa moyenne de long terme (2,1 %). Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont affiché une trajectoire notablement haussière depuis début 2018, mais se sont stabilisés récemment. La plus forte croissance des salaires et des coûts de main-d'œuvre observée au cours des derniers trimestres ne s'est que partiellement reflétée dans les évolutions du déflateur du PIB, la contribution des bénéfices par unité produite s'étant réduite.

Les mesures, tirées d'enquêtes, des anticipations d'inflation à long terme dans la zone euro ont diminué. L'anticipation à plus long terme ressortant de la dernière campagne d'enquête de la BCE menée en juillet auprès des prévisionnistes professionnels s'établit à 1,7 %, résultat inférieur de 0,2 point de pourcentage à celui de l'enquête portant sur la période comprise entre le quatrième trimestre 2017 et le quatrième trimestre 2018. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, les mesures des anticipations d'inflation

extraites des instruments de marché sont demeurées globalement inchangées dans un contexte de forte volatilité au cours de la période.

Les conditions financières de la zone euro se sont encore assouplies, poursuivant la tendance observée depuis le début de l'année. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est encore déplacée vers le bas, affichant une inversion encore plus prononcée sur les échéances les plus courtes. Sur les échéances les plus longues de la structure par terme, les taux sans risque de la zone euro ont fléchi depuis la réunion de juin. Le recul observé au cours des derniers mois résulte pour l'essentiel d'une diminution des primes de terme. Toutefois, la composante des anticipations s'est inscrite en baisse également depuis l'automne 2018. Les prix des actions dans la zone euro ont continué d'augmenter sous l'effet d'une baisse des taux d'actualisation ainsi que des primes de risque sur actions.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de l'agrégat large (M3) a continué de bien résister en dépit de la moindre contribution des achats réalisés dans le cadre du programme d'achat d'actifs. Les concours au secteur privé sont restés la principale source de création de monnaie au sens large. Toutefois, leur effet sur la dynamique de M3 a été presque équivalent à la contribution des flux monétaires extérieurs en mai. La forte augmentation de la contribution de ces flux entrants à la croissance de M3 depuis octobre 2018 a coïncidé avec l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour les actifs de la zone euro. Toutefois, les flux monétaires extérieurs ont eu tendance à être volatils.

Les banques de la zone euro ont connu une amélioration généralisée de leurs coûts de financement depuis le pic local enregistré en janvier 2019. Les faibles coûts du financement bancaire se sont transmis aux coûts de l'emprunt pour les SNF. En mai, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF ont atteint de nouveaux points bas historiques. Dans le même temps, dans l'enquête de juillet 2019 sur la distribution du crédit bancaire, les banques de la zone euro ont signalé un durcissement net des critères d'octroi de prêts aux SNF au deuxième trimestre 2019.

S'agissant de la politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro – mesurée par la variation du solde primaire corrigé du cycle – devrait être légèrement expansionniste en 2019 et en 2020.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a observé que les conditions financières s'étaient assouplies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs en juin, largement sous l'effet des anticipations par les marchés d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Les conditions de crédit sont restées très favorables pour les entreprises et pour les ménages.

Les données disponibles continuent d'indiquer un léger ralentissement de la croissance au deuxième et au troisième trimestre de cette année, conformément aux projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème. Le ralentissement de la croissance mondiale et la faiblesse de la dynamique du commerce international pèsent sur les perspectives de la zone euro, tandis que la persistance d'incertitudes continue de détériorer la confiance des chefs d'entreprise, en particulier dans le secteur manufacturier. Dans

le même temps, le secteur des services est robuste et la dynamique favorable sur le marché du travail soutient la consommation.

La balance des risques reste orientée négativement, reflétant la persistance d'incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

L'inflation mesurée par l'IPCH a augmenté en juin, tandis que les mesures de l'inflation sous-jacente continuent d'afficher un profil d'évolution indéterminé. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché ont stagné aux points bas historiques qu'elles avaient atteints après la réunion de juin, tandis que les enquêtes signalent un recul marqué des anticipations à plus long terme. La croissance des salaires est robuste et devrait soutenir l'inflation dans le futur, la diminution des anticipations d'inflation étant cependant susceptible de ralentir la transmission à l'inflation des tensions qui s'exercent sur les coûts.

À partir de cette analyse, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs souligne, au cours de cette réunion, le besoin d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée dans la mesure où les taux d'inflation, à la fois enregistrés et projetés, ont été constamment inférieurs aux niveaux correspondant à son objectif. À cet égard, le Conseil des gouverneurs doit également souligner sa détermination à agir lors de ses prochaines réunions, en l'absence d'amélioration des perspectives d'inflation, conformément à son engagement en faveur de la symétrie dans l'objectif d'inflation. En conséquence, M. Lane a proposé les décisions suivantes : premièrement, ajuster les orientations sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*) en réintroduisant un biais accommodant ; et, deuxièmement, charger les comités concernés de l'Eurosystème d'amorcer des travaux préparatoires sur les différentes options, notamment les possibilités de renforcer la *forward guidance* sur les taux directeurs, des mesures compensatrices, comme la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves, et des modalités relatives à d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs.

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. Selon les données disponibles, le ralentissement de la dynamique de croissance mondiale et la faiblesse du commerce international continuent de peser sur les perspectives de la zone euro. De plus, la persistance d'incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, altère le climat économique. Dans le même temps, les créations d'emplois et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la résilience de l'économie de la zone euro. L'impact de ces facteurs mondiaux et domestiques est visible dans les évolutions divergentes du secteur manufacturier de la zone euro et des secteurs des services et de la construction.

S'agissant des perspectives et des risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont évoqué la persistance d'incertitudes liées aux tensions commerciales, la sortie du Royaume-Uni de l'UE et le passage, en Chine, d'un modèle de croissance axé sur l'investissement dans le secteur manufacturier à un modèle privilégiant la consommation et les services. Dans ce contexte, il a été souligné que les principales causes du ralentissement de l'activité dans la zone euro étaient extérieures à la zone. Les perspectives relatives au commerce mondial ont été jugées comme étant toujours moroses, en dépit de signes récents de stabilisation. Il a été noté que l'omniprésence des tensions géopolitiques et commerciales n'a pas accentué les tensions à la hausse sur les prix du pétrole et sur les prix d'une manière plus générale, ce qui peut être considéré comme une confirmation que le facteur actuellement dominant sur les marchés internationaux est lié à la faiblesse de la demande mondiale. Les risques pesant sur l'environnement extérieur ont été jugés comme restant orientés négativement. Toutefois, les allers et retours dans l'intensité de certains déterminants de l'incertitude implique également une certaine volatilité de ces risques orientés négativement.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil ont dans l'ensemble partagé l'opinion que les informations disponibles étaient demeurées globalement conformes aux projections de juin, les données récentes étant essentiellement orientées à la baisse, confirmant les anticipations selon lesquelles la croissance du PIB en volume aux deuxième et troisième trimestres 2019 serait inférieure au taux de 0,4 % enregistré au premier trimestre. Les dernières données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat ont été citées comme un exemple d'informations décevantes. Il y a désormais une plus forte probabilité que le ralentissement économique ou phase de morosité (« *soft patch* ») qui a émergé l'année dernière soit plus durable que prévu. De plus, contrairement à ce qui ressortait des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, les indicateurs qualitatifs vont actuellement dans le sens d'un ralentissement de la croissance au troisième trimestre 2019, ce qui renforce globalement les doutes s'agissant du redressement attendu au second semestre de l'année. Même si l'absence, jusqu'ici, de signes du redressement attendu au second semestre de l'année a été préoccupante, il a été fait référence à des fondamentaux positifs inchangés, tels que ceux liés aux conditions de financement favorables ou à la croissance du revenu associée à de nouvelles créations d'emplois et hausses de salaire. Un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'il était raisonnable de collecter plus d'informations et d'attendre les projections de septembre réalisées par les services de la BCE pour un examen détaillé des perspectives.

Lors de leur examen de la situation économique et des perspectives d'activité, les membres du Conseil ont largement souligné la dichotomie entre la faiblesse de l'activité dans le secteur manufacturier et la résistance globale de l'activité dans les services et la construction. Cela s'est globalement reflété dans une dichotomie entre le ralentissement de la croissance des exportations et la croissance plus résistante de la consommation et de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. Certes, ces dichotomies sont considérées comme naturelles étant donné l'exposition du secteur manufacturier à l'affaiblissement du commerce mondial et le soutien apporté par la solidité des marchés du travail et des revenus réels aux secteurs essentiellement orientés vers le marché domestique, tels que les services et la construction. Cependant, des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que ces dichotomies ne pouvaient pas durer éternellement et que, tôt ou tard, des effets de débordement ou de contagion liés à l'affaiblissement du secteur manufacturier pourraient s'exercer.

Dans ce contexte, il a été affirmé que le secteur manufacturier était généralement un indicateur avancé des services. Il a également été souligné que, si la faiblesse du secteur manufacturier dans la zone euro s'était jusqu'à présent essentiellement manifestée dans un nombre limité des principaux pays de la zone euro, l'interconnexion via les chaînes de valeur implique un risque de propagation plus large aux autres pays de la zone. Toutefois, il a également été souligné que l'on observait une baisse tendancielle de l'importance du secteur manufacturier par rapport aux services, ce qui suggère que des effets de débordement substantiels ne sont pas inéluctables. Si l'amélioration continue de la situation sur les marchés du travail a été reconnue, il a été fait référence à la récente dégradation des données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) relatives à l'emploi et la question a été soulevée de savoir combien de temps le marché de l'emploi continuerait d'afficher de bonnes surprises.

Selon l'évaluation des membres du Conseil, la balance des risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro reste orientée négativement. Il a également été considéré que ces risques orientés négativement s'étaient généralisés et que leur persistance pourrait finir par nécessiter également une révision du scénario de référence relatif à la croissance.

S'agissant des perspectives en matière de politique budgétaire, les membres ont noté le soutien à l'activité économique provenant de l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro. Il a été fait référence à la contribution croissante de la consommation et de l'investissement publics dans le contexte de la baisse des taux de croissance du PIB en volume généralement observée depuis l'année dernière. L'éventualité d'une nouvelle dégradation importante de l'activité dans la zone euro nécessiterait que la politique budgétaire joue un rôle plus important pour soutenir la demande. À cet égard, il a été réaffirmé que les gouvernements doivent utiliser leur marge budgétaire dans les pays qui en disposent et doivent continuer à reconstituer des réserves budgétaires dans les pays dont la dette est élevée.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,3 % en juin 2019, contre 1,2 % en mai, sous l'effet d'une accélération de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie qui a plus que compensé le ralentissement des prix de l'énergie. 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 ont continué d'afficher un profil d'évolution indécis et sont restées globalement modérées. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et encore généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, les répercussions sur l'inflation des tensions sur les coûts sont plus lentes qu'anticipé antérieurement. À moyen terme, l'inflation sous-jacente devrait augmenter, soutenue par les mesures de politique monétaire, la poursuite de la croissance économique et le renforcement de la hausse des salaires.

Dans les délibérations concernant les perspectives d'inflation, il a été souligné que, bien que la croissance des salaires soit restée solide et que certaines mesures se situent au-dessus de leur moyenne de long terme, les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes ont baissé. De plus, le décalage de la répercussion, sur les prix, des tensions sur les coûts implique un resserrement des

marges bénéficiaires, ce qui a soulevé la question de savoir combien de temps cela durerait et quelles seraient les conséquences en matière d'ajustement des prix.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont largement partagé le point de vue selon lequel les baisses récentes constituent une source d'inquiétude, qui nécessite un suivi attentif. Il a été souligné que les baisses étaient désormais visibles non seulement dans les indicateurs extraits des instruments de marché, mais aussi dans ceux tirés d'enquêtes, qui se sont établis à des niveaux historiquement bas. Il a été souligné que la mesure dans laquelle les anticipations d'inflation des marchés financiers et des prévisionnistes professionnels influencent la formation des anticipations des autres agents économiques est importante. Les informations disponibles indiquent que les anticipations d'inflation des intervenants sur les marchés financiers ou des prévisionnistes professionnels diffèrent de celles des ménages et des entreprises. Il a également été noté que la différence entre le bas niveau des mesures extraites des instruments de marché et le niveau plus élevé des mesures tirées d'enquêtes pourrait s'expliquer par une prime de risque négative, mais il a également été avancé que la prime de risque négative pourrait elle-même constituer une source d'inquiétude si elle reflétait une couverture contre les conséquences d'une inflation très faible ou d'une déflation et, que, par conséquent, il fallait se garder de tout excès de confiance.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La croissance annuelle de la monnaie au sens large (M3) s'est établie à 4,5 % en juin, contre 4,8 % en mai, en raison d'un effet de base négatif. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large ont été favorisés par la poursuite de la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et par 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. En juin, l'activité de prêt au secteur privé non financier s'est accrue à un rythme vigoureux, avec un taux de croissance annuel inchangé de 3,8 % pour les prêts aux SNF et de 3,3 % pour les prêts accordés aux ménages. Dans l'ensemble, la hausse des prêts continue d'être soutenue par le niveau historiquement bas des taux des prêts bancaires.

Les membres du Conseil ont également convenu que les mesures de politique monétaire de la BCE continuent de soutenir la croissance des prêts et, au final, l'activité réelle et l'inflation. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro au deuxième trimestre 2019 montre que la croissance des prêts a continué de bénéficier de l'augmentation de la demande pour l'ensemble des catégories de prêts. Sur la même période, les critères d'octroi de prêts se sont durcis pour les entreprises, dans un contexte d'inquiétudes croissantes relatives aux perspectives économiques, mais sont restés globalement inchangés pour les prêts au logement. Une remarque a été émise selon laquelle les taux d'intérêt négatifs accroissent la pression sur le secteur bancaire, en particulier dans les pays où les banques ne sont pas en mesure d'imposer des taux négatifs sur les dépôts. Par conséquent, les effets à plus long terme des taux directeurs négatifs doivent faire l'objet d'un suivi attentif afin de garantir qu'ils exercent l'effet souhaité sur le crédit bancaire.

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 assouplies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, en grande partie en raison des anticipations des marchés relatives à un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Les conditions de crédit sont restées très favorables pour les entreprises et pour les ménages. Un degré élevé de soutien monétaire demeure nécessaire pour que les conditions financières favorisent l'expansion de la zone euro, la poursuite du développement des tensions domestiques sur les prix et, donc, l'évolution de l'inflation totale à moyen terme.

Les membres du Conseil ont partagé l'évaluation selon laquelle les informations disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début juin indiquent que, si de nouvelles créations d'emplois et la hausse des salaires soutiennent toujours la capacité de résistance de l'économie, le ralentissement de la dynamique de la croissance mondiale et la faiblesse des échanges commerciaux continuent de peser sur les perspectives de la zone euro. Le maintien prolongé des incertitudes, liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, continue d'altérer le climat économique, en particulier dans le secteur manufacturier. Il a été noté que, tandis que les données récentes sont globalement conformes au scénario de référence et que les forces sous-tendant ce scénario – telles qu'une croissance des salaires solide et des tensions sur les prix en hausse – sont toujours considérées comme intactes, l'incertitude entourant la durée estimée du ralentissement économique reste toutefois élevée, affectant également les perspectives d'inflation à moyen terme. Dans cet environnement, les tensions inflationnistes demeurent limitées alors que les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont contractés.

Malgré les différences de niveau considérables des différentes mesures des anticipations d'inflation à moyen terme tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché et en dépit de l'observation selon laquelle les mesures extraites des instruments de marché peuvent avoir été affectées par des facteurs spécifiques, un large consensus a prévalu sur le fait que le mouvement globalement baissier des différents indicateurs était source de préoccupation du point de vue de la politique monétaire.

Dans un contexte de taux d'inflation, tant enregistrés que projetés, demeurant de façon persistante inférieurs aux niveaux conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation selon laquelle une orientation très accommodante de la politique monétaire était nécessaire pendant une période prolongée. Dans ce contexte, confirmer la symétrie de l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs a été jugé important pour favoriser la réalisation d'un ajustement durable de l'inflation vers son objectif. Il a été relevé que jusqu'à présent l'interaction entre l'objectif d'inflation et la définition de la stabilité des prix retenue par le Conseil des gouverneurs, à savoir un taux d'inflation inférieur à 2 %, introduisait, *de facto*, un élément d'asymétrie. Il a été avancé qu'on ne pouvait séparer le débat au sujet de la symétrie entourant l'objectif d'inflation d'une discussion concernant le niveau de cet objectif, et il a été souligné que toute modification future de l'objectif d'inflation ne devait pas constituer une mesure isolée de politique monétaire mais devait aller de pair avec un réexamen plus large de la stratégie de politique monétaire de la BCE afin d'en garantir la cohérence. Dans le même temps, il a été souligné qu'une

clarification de la nature symétrique de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs n'empêcherait pas l'examen complet de la stratégie de politique monétaire à un stade ultérieur.

Les membres du Conseil ont largement souscrit aux mesures de politique monétaire proposées par M. Lane dans son introduction : premièrement, ajuster la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE en réintroduisant un biais accommodant ; et deuxièmement, initier des travaux préparatoires, notamment sur les possibilités de renforcer la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux directeurs, des mesures compensatrices, comme la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves, et des scénarios relatifs à l'encours et à la composition d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs. Il a été considéré comme important pour le Conseil des gouverneurs de montrer sa détermination et sa capacité à agir et à se tenir prêt à assouplir l'orientation de la politique monétaire en ajustant l'ensemble de ses instruments de façon adéquate afin d'atteindre son objectif d'inflation. Pour l'avenir, davantage d'informations seront disponibles lors de la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre, lorsque les nouvelles projections, incorporant les effets des mesures prises lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, seront présentées.

Les membres du Conseil ont largement soutenu la réintroduction d'un biais accommodant dans la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux directeurs compte tenu de la faiblesse des perspectives économiques et des évolutions modérées de l'inflation. Le biais accommodant a été jugé approprié pour parer au risque de durcissement injustifié des conditions monétaires sur la partie courte de la courbe de rendements étant donné l'incertitude persistante qui entoure les évolutions mondiales.

Les membres du Conseil ont aussi largement soutenu la proposition de M. Lane de charger les comités concernés de l'Eurosystème d'examiner différentes options concernant les futures mesures de politique monétaire. Des nuances ont été exprimées au sujet de l'élaboration et de la composition d'un éventuel train de mesures, présenté sous forme de liste d'options. En particulier, il a été affirmé que la prime de terme sur les obligations à long terme de la zone euro était réduite depuis un certain temps déjà et que le risque d'un durcissement injustifié des conditions financières était plus élevé sur la partie courte que sur la partie longue de la courbe des rendements. Toutefois, il a été mentionné que les différentes options devaient être considérées comme un train de mesures, c'est-à-dire comme une combinaison d'instruments présentant d'importantes complémentarités et synergies, l'expérience ayant montré qu'un train de mesures de politique monétaire – telles que des réductions de taux associées à des achats d'actifs – était plus efficace qu'une séquence de mesures sélectives. Il a été souligné que le choix des instruments et l'élaboration d'un éventuel train de mesures devaient refléter l'efficacité relative des différents instruments à réagir à des imprévus dans le futur.

Les membres du Conseil ont jugé important d'examiner des moyens de renforcer davantage la composante dépendante de la situation dans la *forward guidance* sur les taux directeurs, annonçant des travaux préparatoires sur la mise au point d'un système de paliers ou d'autres options destinées à compenser les effets des taux d'intérêt négatifs sur l'intermédiation bancaire, ainsi que des travaux préparatoires sur les modalités d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs. Dans ce contexte, il a également été affirmé que le fait de relier le volet de la *forward guidance* dépendant de la situation à l'inflation nécessiterait de veiller à la

cohérence avec l'objectif d'inflation. Tandis que les membres du Conseil ont largement approuvé le lancement de travaux préparatoires sur les mesures compensatrices, des inquiétudes ont été exprimées concernant d'éventuelles conséquences non anticipées d'un système de paliers et sa capacité à compenser totalement les éventuels effets des taux directeurs négatifs sur l'intermédiation bancaire.

Dans ce contexte, la communication doit établir un juste équilibre entre, d'une part, transmettre des signaux excessivement négatifs quant à la situation économique et, d'autre part, dissiper efficacement la crainte parmi certains observateurs que le Conseil des gouverneurs ne dispose pas des instruments nécessaires pour garantir la convergence de l'inflation vers son objectif à moyen terme.

Il a donc été jugé approprié pour le Conseil des gouverneurs d'ajuster sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE, stipulant qu'il prévoyait à présent que les taux resteront à leurs niveaux actuels, ou à des niveaux plus faibles, au moins pendant le premier semestre 2020 et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire, tout en réaffirmant sa *forward guidance* sur les réinvestissements. De plus, le Conseil des gouverneurs devra souligner la nécessité d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée dans la mesure où les taux d'inflation, à la fois enregistrés et projetés, ont été constamment inférieurs aux niveaux correspondant à son objectif. En conséquence, le Conseil des gouverneurs doit affirmer sa détermination à agir en l'absence d'amélioration des perspectives d'inflation, conformément à son engagement en faveur de la symétrie de l'objectif d'inflation. Il demeure donc essentiel de souligner que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

De plus, il conviendra d'annoncer que les comités concernés de l'Eurosystème ont été chargés d'examiner différentes options, notamment les possibilités de renforcer la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux d'intérêt directeurs, des mesures compensatrices, comme la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves, et des scénarios relatifs à l'encours et à la composition d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs.

En outre, l'incertitude accrue étant susceptible de se prolonger dans le futur, il demeure essentiel de souligner qu'un degré important de relance monétaire reste nécessaire pour garantir le maintien de conditions financières très favorables et soutenir l'expansion de la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, l'évolution de l'inflation totale à moyen terme.

Enfin, il a été rappelé que, dans la situation actuelle, la politique monétaire serait plus efficace si d'autres domaines de la politique économique contribuaient au relèvement de la croissance potentielle à plus long terme. L'utilisation de la marge de manœuvre budgétaire et l'accélération des réformes structurelles atténueraient le risque que la politique monétaire soit exagérément sollicitée, lui permettant de déployer plus efficacement les instruments dont elle dispose.

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 les taux d'intérêt directeurs de la BCE demeureraient inchangés. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels, ou à des niveaux plus faibles, 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 son objectif 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.

Le Conseil des gouverneurs a également souligné la nécessité d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée dans la mesure où les taux d'inflation, à la fois enregistrés et projetés, ont été constamment inférieurs aux niveaux correspondant à son objectif. Dès lors, si les perspectives d'inflation à moyen terme restent inférieures à son objectif, le Conseil des gouverneurs est déterminé à agir, conformément à son engagement en faveur de la symétrie dans l'objectif d'inflation. Il se tient donc prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

Dans ce cadre, le Conseil des gouverneurs a chargé les comités concernés de l'Eurosystème d'examiner différentes options, notamment les possibilités de renforcer sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs, des mesures compensatrices, comme la mise au point d'un système de paliers pour la rémunération des réserves, et des scénarios relatifs à l'encours et à la composition d'éventuels nouveaux achats nets d'actifs.

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.is190725~547f29c369.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190725~52d3766c9e.fr.html>

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 24-25 juillet 2019

Membres

M. Draghi, président
M. de Guindos, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
M. Herodotou
M. Hernández de Cos
M. Kažimír
M. Knot
M. Lane
Mme Lautenschläger
M. Mersch
M. Müller*
M. Nowotny
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 juillet 2019 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

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

** En vertu de l'article 284 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

M. Antunes
M. Aucremanne
M. Bradeško
Mme Buch
M. Cassidy
M. Demarco
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Haber
M. Kaasik
M. Kazāks
M. Kroes
M. Kuodis
M. Kyriacou
M. Lünemann
M. Odór
M. Pérez
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. Klöckers, directeur général Relations internationales et européennes
Mme Valla, directrice générale adjointe Politique monétaire

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 10 octobre 2019.