



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

20 février 2020

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 22 et le jeudi 23 janvier 2020

.....
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

Mme Schnabel a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers.

La période écoulée depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 décembre 2019 a été marquée par trois événements majeurs : la fin d'année, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et la signature de l'accord commercial de « phase 1 » entre les États-Unis et la Chine. L'accord commercial est l'événement le plus important, dans la mesure où il a contribué à consolider l'amélioration généralisée du sentiment des marchés, qui s'était renforcée début septembre 2019. Les anticipations selon lesquelles la politique monétaire demeurerait très accommodante, tant aux États-Unis que dans la zone euro, ont également soutenu l'amélioration du sentiment des marchés.

La fin d'année, comme d'habitude, s'est caractérisée par un faible niveau de liquidité sur les marchés monétaires en raison des obligations de déclaration et des obligations réglementaires. Le changement d'année a toutefois été le plus calme depuis 2016. Le taux des opérations de pension est resté principalement concentré autour des niveaux observés en fin d'année. Le recours aux facilités de prêts de titres de l'Eurosystème n'a également augmenté que légèrement à la fin de l'année. Sur le marché monétaire américain, les injections de liquidité supplémentaire de la Réserve fédérale ont atténué les éventuelles tensions de fin d'année.

La nouvelle année a commencé avec l'aggravation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient. Toutefois, les marchés financiers ont fait preuve d'une certaine résistance, ce qui pourrait s'expliquer par un certain nombre de facteurs. Les déclarations des autorités visant à désamorcer rapidement la situation constituent l'un de ces facteurs. Le niveau élevé des stocks de pétrole dans les pays de l'OCDE est le deuxième facteur. Combinés à la nette baisse de la dépendance au pétrole de l'économie mondiale, ces stocks ont amorti l'impact attendu, sur les prix du pétrole, des perturbations en matière d'approvisionnement. Un troisième facteur pourrait tenir à l'amélioration sous-jacente généralisée du sentiment des marchés.

Cette amélioration s'est manifestée sur les marchés obligataires mondiaux depuis début septembre 2019, après des indications qu'un accord commercial de phase 1 entre les États-Unis et la Chine était en vue. Depuis septembre 2019, les rendements des emprunts publics allemands à dix ans de référence ont augmenté d'environ 50 points de base. De plus, l'écart par rapport aux bons du Trésor américains à dix ans de référence s'est réduit de quelque 30 points de base.

Un éclairage sur l'inversion de l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro peut être tiré de la décomposition des rendements obligataires entre la composante anticipations des taux à court terme et la composante prime de terme. Les rendements sont actuellement nettement inférieurs à leurs niveaux de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

fin 2018 aux États-Unis comme dans la zone euro, mais pour des raisons différentes. La trajectoire de taux d'intérêt attendue en 2019 a été nettement moins ajustée à la baisse dans la zone euro qu'aux États-Unis, et s'est également partiellement inversée à mesure que le sentiment des marchés s'est amélioré au cours des derniers mois. Toutefois, la baisse de la prime de terme s'est révélée bien plus persistante dans la zone euro. Cela peut être en partie lié à la reprise des achats nets d'actifs par la BCE, qui a éliminé du marché un risque de duration supplémentaire. De plus, la baisse de la prime de terme peut être liée à la diminution de l'incertitude qui entoure les perspectives en matière de taux d'intérêt à court terme.

La courbe des taux à terme des *swaps* au jour le jour (OIS) suggère que les marchés prévoient actuellement que la BCE maintiendra le statu quo pendant au moins les deux prochaines années. Ces prévisions sont globalement compatibles avec les perspectives d'inflation atones anticipées par les marchés.

S'agissant des émissions de titres de dette publique et d'obligations d'entreprises, la combinaison de l'amélioration du sentiment des marchés et de la poursuite de la politique monétaire accommodante a probablement encouragé la demande des investisseurs. Dans le secteur privé, une forte émission d'obligations d'entreprises a été observée sur les 12 derniers mois. S'agissant des émetteurs publics, la demande des investisseurs sur les émissions d'emprunts publics assortis d'une échéance longue, tels que ceux de l'Italie ou de l'Espagne, a été exceptionnellement élevée en janvier.

Les perspectives d'une poursuite de la politique monétaire accommodante et de l'amélioration du sentiment des marchés ont sans doute également soutenu la valorisation des actions. L'indice Standard & Poor's 500 et l'indice EuroStoxx 600 ont augmenté, respectivement, de 5 % et 4 % environ depuis le 12 décembre 2019. De nombreux indices boursiers se sont établis à des points hauts historiques ou à des niveaux proches.

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 mondiale et les échanges commerciaux internationaux sont demeurés atones. Des signes de stabilisation, et même un léger redressement, de l'indice des directeurs d'achat ont été observés, le retournement ayant été le plus manifeste pour l'indice des directeurs d'achat relatif au secteur manufacturier. Dans l'ensemble, les indices des directeurs d'achat ont signalé une stabilisation de l'activité mondiale à des taux de croissance modestes au quatrième trimestre de l'année, avec des signes d'amélioration en cours de trimestre. Le commerce mondial s'est redressé au troisième trimestre 2019 et, plus récemment, l'incertitude relative aux échanges s'est atténuée en raison de l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine. Dans l'ensemble, cependant, le commerce mondial reste atone, freiné par des tensions commerciales encore fortes et une faible demande asiatique. S'agissant des conditions financières mondiales, le sentiment des marchés à l'égard des actifs risqués est demeuré positif. Les prix des actions au niveau mondial ont continué de s'inscrire en hausse, en particulier aux États-Unis.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre, les prix du pétrole ont diminué d'environ 1 % et l'euro est demeuré globalement stable par rapport au dollar, alors qu'il s'est légèrement déprécié en termes effectifs nominaux. Concernant la zone euro, la croissance du PIB s'est établie à 0,3 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2019, selon la troisième estimation d'Eurostat. Au quatrième trimestre, les indicateurs conjoncturels ont fourni des signes de stabilisation, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production et l'indicateur du climat économique de la Commission européenne commençant à augmenter. En particulier, les résultats des enquêtes prospectives relatives à l'industrie manufacturière se sont stabilisés. Les données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs font état d'une croissance du PIB toujours positive quoique modeste.

La composante demande de la consommation privée a continué d'être soutenue par une évolution robuste des revenus. Cette évolution reflète la résistance générale du marché du travail. Plus important encore, la croissance solide de la rémunération des salariés s'est poursuivie. De plus, les politiques budgétaires, principalement sous la forme de réduction d'impôts ou d'augmentation des transferts, ont également commencé à apporter une contribution positive aux évolutions du revenu disponible. Les évolutions des termes de l'échange, tirées par les prix de l'énergie en particulier, ont en outre soutenu la croissance annuelle du revenu disponible tout au long de 2019. Toutefois, la dynamique de l'investissement des entreprises est demeurée faible et s'est ralentie depuis début 2019. Les derniers indicateurs sectoriels suggèrent que l'investissement des entreprises restera modéré à court terme. Les exportations de biens hors zone euro se sont accrues au cours des quatre derniers mois, tout en affichant une certaine volatilité liée au Brexit.

Concernant les évolutions des marchés du travail de la zone euro, l'emploi a continué d'augmenter au troisième trimestre, mais à un faible rythme, en phase avec le ralentissement de la croissance économique. Le taux de chômage de la zone euro est ressorti à 7,5 % en novembre, pratiquement sans changement depuis août.

La hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,3 % en décembre, reflétant surtout une hausse plus forte des prix de l'énergie, mais elle est restée nettement inférieure à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Hors énergie et produits alimentaires, la hausse de l'IPCH est demeurée inchangée à 1,3 %, l'augmentation des prix des services restant nettement plus élevée que celle des produits manufacturés hors énergie. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées, en dépit de nouveaux signes d'une accélération graduelle, conforme aux anticipations antérieures. Les sous-composantes de l'IPCH caractérisées par un contenu domestique relativement élevé sont devenues des déterminants de plus en plus importants de l'inflation sous-jacente au cours des dernières années.

La croissance des salaires est demeurée solide. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est inscrite à 2,2 % au troisième trimestre 2019, sans changement par rapport au deuxième trimestre 2019 et globalement en phase avec sa moyenne à long terme de 2,1 %. De plus, la croissance des salaires est restée généralisée sur l'ensemble des secteurs.

Selon la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), les anticipations d'inflation mesurées par l'IPCH s'établissent à 1,2 %, 1,4 % et 1,5 % pour 2020, 2021 et 2022, respectivement. Après quatre campagnes successives de révisions à la baisse, les prévisions d'inflation des participants à l'EPP sont demeurées globalement inchangées, les anticipations d'inflation à plus long terme s'établissant à 1,7 %. Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro extraits des instruments de marché se sont légèrement redressés depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, tout en demeurant atones ; le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à un niveau légèrement supérieur à 1,3 %.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, les taux sans risque à long terme ont peu évolué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, tout comme la courbe des taux anticipés de l'Eonia, la partie à court terme de la courbe restant quasiment plate.

Concernant les sociétés tant financières que non financières, les prix des actions de la zone euro ont continué de s'inscrire en hausse depuis la réunion de décembre. La baisse des taux d'actualisation, sous l'effet de la politique monétaire accommodante, a joué un important rôle de soutien aux prix des actions de la zone euro en 2019, contrebalançant le frein exercé par la baisse des anticipations de bénéfices à plus long terme. Les conditions de financement des sociétés non financières de la zone euro sont restées très favorables n'affichant globalement aucun changement depuis la réunion de décembre.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de M3 est demeuré robuste en novembre, à 5,6 %, situation presque entièrement imputable à la croissance annuelle de M1. Des considérations de portefeuille liées à la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments inclus dans M3 ont constitué le principal facteur économique de soutien à la robuste croissance de la monnaie au sens large. S'agissant des contreparties, les concours au secteur privé ont représenté environ la moitié de la création de monnaie au sens large, les flux monétaires extérieurs nets représentant l'autre moitié.

La transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux taux débiteurs bancaires de la zone euro s'est poursuivie ; ces taux se sont cependant stabilisés en novembre, s'établissant légèrement au-dessus de leurs points bas historiques. Cette évolution reflète probablement les mouvements antérieurs des taux du marché. Depuis février 2019, les taux d'intérêt appliqués aux prêts consentis au secteur privé ont affiché une tendance baissière.

La croissance des prêts aux ménages et aux entreprises est demeurée robuste. Tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé d'octobre à novembre, s'établissant à 3,5 %, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières s'est ralenti, revenant de 3,8 % à 3,4 %, reflétant sans doute une réaction décalée à la détérioration antérieure de l'économie.

D'après l'enquête de janvier 2020 sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises sont demeurés globalement inchangés au quatrième trimestre 2019. La contribution persistante de la perception des risques au durcissement des critères d'octroi, cohérente avec l'atonie de

l'activité économique dans la zone euro, a été contrebalancée par l'effet d'assouplissement exercé par les pressions concurrentielles. L'enquête indique également un fléchissement de la demande de prêts des entreprises, en lien avec le ralentissement de l'activité économique observé depuis 2018. En ce qui concerne la politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait être légèrement expansionniste sur la période 2019-2021.

La relance budgétaire repose essentiellement sur un allègement de la fiscalité directe et une augmentation des transferts sociaux, et elle devrait contribuer positivement à la croissance du revenu disponible en 2019-2021. Elle exerce un effet favorable sur la consommation privée, pour la première fois depuis 2010.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que les conditions financières étaient demeurées accommodantes, soutenues par l'atténuation des tensions commerciales et par le fait que le train de mesures de politique monétaire de septembre était en train de produire ses effets. Les conditions d'octroi de prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont demeurées favorables, indiquant la poursuite de la transmission des conditions de financement favorables sur les marchés.

Les données économiques disponibles ont confirmé l'évaluation précédente faite par le Conseil des gouverneurs d'une poursuite de la croissance, mais à un rythme modéré, avec des signaux légèrement plus positifs provenant des indicateurs prospectifs. L'incertitude entourant le commerce international s'atténue en partie, mais les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance de la zone euro – qui ont trait aux facteurs géopolitiques, au protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents – restent orientés négativement.

La dynamique de l'inflation mesurée par l'IPCH et l'évolution de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées. Les indicateurs extraits des instruments de marché et ceux tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation continuent de signaler le risque d'une période prolongée de faible inflation. Toutefois, la croissance des salaires a bien résisté et elle est généralisée, même si elle continue de se transmettre lentement à l'inflation. De plus, les premiers signes d'une hausse progressive de l'inflation sous-jacente sont apparus.

Dans l'ensemble, en dépit de signaux positifs concernant la croissance et l'inflation futures, les perspectives d'évolution des prix demeurent inférieures à l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs et les risques qui entourent ces perspectives restent élevés. Cependant, les conditions financières demeurent favorables et peuvent s'appuyer sur la fonction de stabilisation automatique apportée par la *forward guidance* pour faire face à une volatilité à court terme des perspectives. Constatant les premiers signes d'une stabilisation de l'économie de la zone euro, le Conseil des gouverneurs attendra néanmoins de nouvelles données pour juger si les raisons d'être optimiste se confirment.

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 conviendra donc de réitérer la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs, les achats nets d'actifs et le réinvestissement des remboursements au titre du principal. En outre, le Conseil des gouverneurs devra continuer de souligner, dans sa communication au public, qu'il 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.

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 des gouverneurs ont généralement partagé l'analyse des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Lane dans son introduction. Les informations devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre ont été jugées conformes au scénario de référence d'une poursuite de la croissance, mais à un rythme modéré, formulé dans les projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème. En particulier, la faiblesse du secteur manufacturier continue de peser sur la dynamique de croissance de la zone euro. Cependant, la poursuite de la croissance de l'emploi, même à un rythme plus modéré, et la hausse robuste des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro.

En examinant les perspectives et les risques relatifs à l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont également souligné que, en dépit d'une activité et d'échanges commerciaux toujours modérés à l'échelle mondiale, certains éléments indiquaient, tout comme les récentes données d'enquêtes, une stabilisation, voire un possible rebond de l'activité. L'attention a également été attirée sur la mise à jour de janvier 2020 des « Perspectives de l'économie mondiale » du FMI, qui prévoit une croissance de l'activité mondiale légèrement supérieure à celle des projections macroéconomiques de décembre 2019 ainsi qu'une accentuation de la croissance en 2020 par rapport à 2019. En outre, il a été fait référence à l'évaluation du FMI selon laquelle les facteurs temporaires à l'origine du ralentissement dans l'industrie manufacturière à l'échelle mondiale, tels que l'ajustement du secteur automobile aux nouvelles normes d'émissions et l'accalmie en matière de lancement de nouveaux modèles de produits technologiques, semblent se dissiper. Les membres du Conseil se sont aussi largement accordés sur le fait que l'incertitude entourant le commerce international était en train de s'atténuer en partie, bien que les risques pesant sur l'environnement extérieur, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, restent orientés négativement.

En examinant les risques pesant sur l'environnement international, les membres du Conseil ont pris note du récent accord commercial dit de « Phase 1 » entre les États-Unis et la Chine, qui a entraîné un regain de

confiance et a été accueilli favorablement par les marchés financiers. Cette évolution, ainsi qu'une plus grande clarté quant à la sortie du Royaume-Uni de l'UE à l'issue des élections législatives au Royaume-Uni en décembre, a contribué à l'atténuation des risques au niveau international, mais l'incertitude reste forte. Dans le même temps, il a été souligné que les droits de douane imposés par la Chine et les États-Unis avaient été largement conservés et que l'accord commercial pouvait avoir des conséquences négatives sur les exportations de la zone euro du fait de la réorientation des échanges. De plus, des questions restent en suspens entre les États-Unis et l'UE s'agissant des échanges commerciaux, et des éléments indiquent que les entreprises pâtissent de cette incertitude, notamment en ce qui concerne l'impact d'éventuels droits de douane sur le secteur automobile. En outre, bien qu'il soit désormais clairement établi que le Royaume-Uni quittera l'UE fin janvier 2020, la future relation commerciale des deux régions doit encore être définie et cette relation pourrait faire apparaître davantage de divergences que prévu.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres du Conseil se sont globalement accordés sur le fait que les données économiques et les informations tirées d'enquêtes disponibles indiquaient une stabilisation de la dynamique de croissance de la zone euro. La croissance à court terme devrait enregistrer des taux similaires à ceux observés au cours des trimestres précédents, c'est-à-dire globalement conformes aux projections macroéconomiques de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème. Au troisième trimestre 2019, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en rythme trimestriel, après une hausse de 0,2 % au trimestre précédent. Ce profil de croissance modérée reflète l'atonie actuelle du commerce international dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes, qui a particulièrement pesé sur le secteur manufacturier de la zone euro et a également freiné la croissance de l'investissement. Dans le même temps, les secteurs des services et de la construction ont mieux résisté, en dépit d'une modération au second semestre 2019.

Les modèles de prévision en temps réel, qui prennent en compte les récentes publications de données, indiquent une stabilisation de la croissance à de faibles taux, inférieurs aux estimations de la croissance potentielle. L'indicateur EuroCOIN est demeuré inchangé en décembre, l'impact des bonnes performances du marché boursier ayant été contrebalancé par le pessimisme persistant des entreprises du secteur manufacturier. Il a été observé que la hausse du marché boursier ne semblait pas être liée à une amélioration des anticipations de bénéfices. Tout comme aux États-Unis, cela indique une possible déconnexion entre le dynamisme des marchés financiers et la persistance de perspectives atones concernant l'économie réelle.

Le risque de répercussions négatives de la faiblesse persistante du secteur manufacturier sur d'autres secteurs de l'économie doit continuer à faire l'objet d'un suivi attentif. Il a été souligné que l'activité dans le secteur des services avait plutôt bien résisté jusqu'à présent, soutenue par la demande intérieure, par les conditions financières favorables en lien avec le train de mesures de politique monétaire annoncé par la BCE en septembre 2019 ainsi que par la politique budgétaire expansionniste. Cependant, en dépit du point bas probablement enregistré dans l'industrie manufacturière, il est trop tôt pour conclure que la croissance dans le secteur des services a cessé de se ralentir, dans la mesure où les répercussions sur ce secteur pourraient se manifester avec un décalage et où la bonne tenue actuelle du secteur pourrait ne pas durer.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Il a été souligné que la stabilisation de la croissance de la zone euro était essentiellement attribuable à la consommation des ménages, tandis que la demande étrangère et l'investissement des entreprises restent modérés. L'atonie de l'investissement suggère une faible probabilité d'augmentation soutenue du potentiel de croissance et de la productivité. Le ralentissement de la hausse de l'emploi a été souligné. Dans la plus grande économie de la zone euro, ce ralentissement pourrait être considéré comme la caractéristique normale d'un cycle d'activité arrivant à maturité dans un contexte d'apparition de goulets d'étranglement du côté de l'offre, mais les autres pays ne sont pas en situation de plein emploi. Si le taux de chômage de la zone euro, à 7,5 %, est proche des niveaux d'avant la crise, il demeure cependant inchangé depuis un certain temps et le niveau de chômage est très hétérogène d'un pays à l'autre.

Sur une note plus positive, il a été fait référence aux évolutions de plusieurs indicateurs relatifs à la zone euro, notamment l'amélioration des anticipations prospectives ressortant des enquêtes auprès des chefs d'entreprise et la hausse de l'indicateur de surprise économique de Citigroup. Il a été jugé important de reconnaître ces signes positifs et il a été précisé qu'il fallait veiller à ne pas modifier trop lentement l'évaluation du risque. Il a été noté que le secteur automobile est resté une source de préoccupation et que des facteurs structurels plus profonds, qu'il convient de suivre avec attention, ont également affecté ce secteur.

Toutefois, une certaine prudence a également été exprimée quant au fait de devenir trop optimiste. Il a été noté qu'en dépit d'une amélioration, l'indice des directeurs d'achat relatif au secteur manufacturier se situait toujours à un niveau indiquant une contraction de l'activité. En particulier, le secteur automobile et la production industrielle ont continué de se détériorer dans la plus grande économie de la zone euro, ce qui pourrait affecter d'autres pays en partie via les liens au sein des chaînes de valeur. De plus, l'amélioration de l'indicateur de surprise économique de Citigroup a été principalement liée aux indicateurs de confiance, tandis que l'économie réelle est restée atone et que l'amélioration des données solides a été négligeable.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, sont restés orientés négativement, mais se sont légèrement atténués avec la dissipation de l'incertitude relative au commerce international.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait soutenir l'activité économique. Compte tenu de l'atonie des perspectives économiques, le Conseil des gouverneurs a salué l'appel lancé en décembre par l'Eurogroupe en faveur de réponses budgétaires différenciées et sa disponibilité à remplir un rôle de coordonnateur. Les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire doivent se tenir prêts à agir de manière efficace et rapide, tandis que dans les pays où la dette publique est élevée, ils doivent poursuivre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de solde structurel, ce qui permettrait de créer les conditions nécessaires au libre jeu des stabilisateurs automatiques. Tous les pays doivent intensifier leurs efforts vers une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,3 % en

décembre 2019, contre 1,0 % en novembre, en raison principalement d'une hausse plus forte des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation globale devrait se maintenir autour des niveaux actuels au cours des prochains mois. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées, en dépit de nouveaux signes d'une légère accélération, conformément aux anticipations antérieures. Récemment, les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont stabilisés ou ont enregistré une légère hausse, même s'ils demeurent à des niveaux faibles. Les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, mais 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 l'expansion économique et par la croissance robuste des salaires.

En analysant les évolutions récentes de l'inflation, les membres du Conseil ont jugé encourageant le fait que l'inflation totale et l'inflation sous-jacente aient récemment évolué en phase avec les projections macroéconomiques de décembre établies par les services de l'Eurosystème, ainsi que les signes d'une poursuite de la tendance haussière progressive de certains indicateurs de l'inflation sous-jacente. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie s'est établie à son niveau le plus élevé depuis quatre ans, tout en restant légèrement inférieure à sa moyenne d'avant la crise. Il a été remarqué que ce niveau a été atteint même sans que les coûts du logement soient pleinement reflétés dans les mesures de l'inflation. Tandis que des facteurs mondiaux et la faiblesse de la demande ont pesé sur les prix des biens, les prix des services ont augmenté graduellement, en liaison avec les mesures de politique monétaire de la BCE. S'agissant des évolutions des autres mesures de l'inflation, il a été noté que le déflateur du PIB a également augmenté. Dans le même temps, il a été remarqué que le niveau de l'inflation sous-jacente est resté modéré, même si la probabilité d'une tendance haussière généralisée de la dynamique de l'inflation s'est accrue.

Les membres ont exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle la hausse des salaires a continué de bien résister et a été généralisée, dans un contexte d'évolutions solides sur le marché du travail. Le mouvement haussier observé pour l'inflation a renforcé la confiance dans le fait que, les salaires et rémunérations ayant enregistré une hausse de plus de 2,5 % au troisième trimestre 2019 et supérieure à sa moyenne de long terme, la récente dynamique des salaires se répercuterait sur l'inflation au fil du temps. Toutefois, il a été estimé nécessaire de continuer à analyser la répercussion des salaires sur l'inflation et les évolutions des marges bénéficiaires.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont noté que même si les indicateurs se sont stabilisés ou redressés récemment, ils sont demeurés à de bas niveaux. Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, telles que mesurées par le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, s'établissent actuellement à 1,3 %. Dans le même temps, s'agissant des mesures tirées d'enquêtes, les anticipations d'inflation à plus long terme ressortant de l'EPP pour le premier trimestre 2020 sont restées inchangées, à 1,7 %. Il a été rappelé que mesurer les anticipations d'inflation soulève des questions importantes et que l'essentiel de l'écart entre les mesures tirées des enquêtes et celles extraites des instruments de marché pourrait s'expliquer par les estimations des primes de

risque et de liquidité. Il a également été souligné que le risque de déflation a encore diminué. Toutefois, il a été suggéré que le bas niveau des anticipations d'inflation indiquait que la plupart des investisseurs s'attendent à ce que l'inflation demeure inférieure à l'objectif de la BCE pendant un certain temps.

Il a été fait référence aux données d'enquêtes provenant de la Commission européenne qui mettent en évidence une forte corrélation entre la perception qu'ont les ménages de l'inflation et la hausse mesurée de l'IPCH. Il a également été mentionné certaines analyses montrant que les anticipations d'inflation à court terme ont été fortement influencées par l'inflation effective et ont affecté, à leur tour, les anticipations d'inflation à plus long terme. Une inquiétude a également été exprimée quant au fait que la légère hausse récente des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché pourrait être liée à une augmentation des prix du pétrole et, par conséquent, ne pas être durable.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, selon laquelle les évolutions de la monnaie et du crédit demeuraient robustes dans l'ensemble. La croissance annuelle de M3 s'est établie à 5,6 % en novembre 2019, un niveau pratiquement inchangé depuis août. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est restée solide, bénéficiant des taux des prêts bancaires très bas et du soutien continu fourni par une orientation très accommodante de la politique monétaire. En novembre, alors le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé, celui des prêts aux sociétés non financières s'est modéré, reflétant probablement une réaction différée à la détérioration antérieure de l'économie. Ces évolutions sont également ressorties des résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro portant sur le premier trimestre 2020. La demande de prêts de la part des entreprises a fléchi pour la première fois depuis 2013 et les taux de refus ont augmenté, ce qui pourrait indiquer un nouveau ralentissement de la croissance du crédit au cours des prochains mois. Il a été rappelé, toutefois, que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire rend compte des estimations de la demande par les banques et non de la croissance effective du crédit, qui est restée vigoureuse dans certains pays. De plus, les critères d'octroi de crédits aux entreprises et de crédits immobiliers aux ménages sont restés globalement inchangés, signe que les conditions d'offre de crédit demeurent favorables.

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. Les conditions financières sont restées très accommodantes dans l'ensemble. Toutes les composantes des indices relatifs aux conditions financières se sont assouplies au cours de l'année 2019, à savoir les taux d'intérêt à court et à long terme, les taux de change et les prix des actions. Il a été estimé que les mesures de politique monétaire décidées lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre ont fait baisser les primes de terme et contribué à l'assouplissement significatif global des conditions financières. Le sentiment des marchés est devenu positif et l'appétence pour le risque des intervenants de marché a été forte. Les incertitudes ont été perçues comme

s'atténuant, principalement en raison de la diminution des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et de la récente stabilisation des perspectives économiques. Cela a entraîné un mouvement haussier des taux d'intérêt sans risque, aucune nouvelle réduction des taux n'étant actuellement intégrée dans la courbe des taux anticipés. L'orientation accommodante de la politique monétaire a continué de préserver des conditions très favorables d'octroi de crédits bancaires, soutenant la demande d'investissement des ménages, les anticipations des consommateurs concernant leur situation financière ainsi que la confiance des consommateurs.

Les membres du Conseil ont observé des signes montrant que l'ensemble de mesures décidées lors de sa réunion de septembre se transmettait graduellement à l'économie. Ils ont exprimé leur confiance dans la capacité des mesures de politique monétaire à fournir la relance monétaire nécessaire pour soutenir l'expansion de la zone euro et l'accroissement progressif des tensions sur les prix domestiques. S'agissant du système de rémunération des réserves à deux paliers, il a été remarqué que la mise en œuvre du système à paliers avait bien fonctionné. L'accès des banques aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) a été mentionné comme une mesure supplémentaire ayant contribué à préserver des conditions de prêts bancaires favorables.

L'orientation accommodante de la politique monétaire a été bénéfique à l'économie en contribuant à la résistance de la demande intérieure, en particulier dans le secteur des services, tandis que le secteur manufacturier a continué de pâtir de l'atonie de la demande mondiale. L'investissement a notamment été freiné par l'incertitude au niveau international, en dépit des faibles coûts d'emprunt. Il a également été rappelé, toutefois, que l'élasticité de l'investissement aux taux d'intérêt a toujours été faible et que l'absence de corrélation entre les coûts d'emprunt et la demande d'investissement ne signifie pas que la politique monétaire est inefficace.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la politique monétaire doit conserver une orientation très accommodante pendant une période prolongée. L'inflation reste très éloignée de l'objectif du Conseil des gouverneurs et une convergence durable de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs n'est pas encore garantie, en dépit d'une légère hausse de l'inflation sous-jacente. La configuration actuelle de la politique monétaire a été jugée appropriée et suffisante pour affermir les tensions inflationnistes sous-jacentes et soutenir les évolutions de l'inflation totale à moyen terme. On a fait valoir que l'absence d'erreurs de prévisions importantes observée récemment sur l'inflation sous-jacente doit conforter la confiance du Conseil des gouverneurs en une convergence durable de l'inflation vers son objectif à moyen terme. Si les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont enregistré une légère hausse, là encore sous l'effet de l'orientation accommodante de la politique monétaire, il a été avancé que des risques de désancrage des anticipations d'inflation à long terme subsistent.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont tous souscrit à la proposition faite par M. Lane de laisser inchangée l'orientation de la politique monétaire. Cela implique de réaffirmer la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs, les achats nets d'actifs et le réinvestissement des remboursements au titre du principal. Une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

une période prolongée a été jugée nécessaire pour soutenir l'expansion de la zone euro, le renforcement des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné qu'il convenait d'accorder aux mesures prises en septembre le temps d'exercer pleinement leurs effets sur l'économie de la zone euro.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont mis l'accent sur le rôle essentiel de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs contingente à la situation économique dans la fourniture de soutien monétaire. Il convient de souligner que la formulation de la *forward guidance* – en établissant un lien étroit entre la trajectoire future attendue des taux directeurs et des perspectives d'inflation suffisamment proches de, mais inférieures à 2 %, et une hausse constante de l'inflation sous-jacente observée – garantit que les conditions financières s'ajustent aux évolutions des perspectives d'inflation. En outre, lier la trajectoire probable des taux d'intérêt directeurs aux perspectives d'inflation garantit que les conditions financières ne devraient pas se resserrer trop vite sous l'effet d'une amélioration des perspectives de croissance.

Dans le même temps, la nécessité de continuer à évaluer les répercussions des décisions de politique monétaire de septembre a été soulignée, à la lumière également des potentiels effets secondaires de la présente relance monétaire. Les risques en matière de stabilité financière doivent faire l'objet d'une surveillance étroite, les potentiels effets secondaires pouvant devenir plus prononcés dans un contexte de bas niveau des taux d'intérêt et de persistance sur une longue période d'un profil plat de la courbe des rendements. Dans ce contexte, il a été noté que la substitution d'un financement de marché à un financement bancaire, conjuguée à la recherche de rendement par les investisseurs, pouvait entraîner une prise de risque plus importante. Il a été fait référence aux marchés boursiers, sur lesquels la hausse continue des valorisations est difficile à concilier avec des perspectives de bénéfices plus faibles de part et d'autre de l'Atlantique, des marges bénéficiaires réduites et une incertitude omniprésente. Il a également été remarqué que la hausse des prix des logements pouvait créer des fragilités dans le système financier, fragilités que les politiques macroprudentielles risquent de ne pas corriger suffisamment.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Lane dans son introduction. Il convient de souligner qu'une orientation accommodante prolongée de la politique monétaire s'impose, que la transmission de la politique monétaire est efficace et que le Conseil des gouverneurs est confiant dans la transmission de la relance monétaire substantielle à l'inflation.

Il a été souligné que les risques demeurent orientés négativement, même s'ils sont devenus moins prononcés, une partie de l'incertitude entourant les échanges internationaux se dissipant. Bien qu'une appréciation plus positive des risques puisse renforcer la confiance dans la reprise et consolider les évolutions économiques positives, il a été rappelé que des perspectives plus optimistes pour l'économie devaient faire l'objet d'une communication prudente afin de ne pas donner lieu à un durcissement prématuré des conditions financières.

S'agissant de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs, il convient de souligner qu'elle est liée aux perspectives d'inflation et que, dès lors, une orientation accommodante sera maintenue jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau

suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière constante dans la dynamique d'inflation sous-jacente. Dans le même temps, il a été estimé que le Conseil des gouverneurs devait réitérer qu'il 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, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Faisant suite aux réflexions préliminaires des membres du Conseil lors de la réunion de décembre 2019, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer une évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE. Depuis la dernière évaluation de la stratégie, en 2003, les structures de l'économie mondiale et de la zone euro ont profondément évolué. Le ralentissement tendanciel de la croissance, dû à l'affaiblissement des gains de productivité et au vieillissement de la population, ainsi que les conséquences de la crise financière ont poussé les taux d'intérêt à la baisse, réduisant les marges de manœuvre de la BCE et des autres banques centrales pour assouplir la politique monétaire à l'aide des instruments conventionnels en période d'évolutions conjoncturelles défavorables. De plus, les réponses devant être apportées face à une inflation faible sont différentes de celles que le défi posé par une inflation élevée a très longtemps rendues nécessaires. Les menaces sur la durabilité environnementale, la rapidité de la numérisation, la mondialisation et les transformations des structures financières ont, elles aussi, modifié l'environnement dans lequel la politique monétaire opère, y compris la dynamique de l'inflation. Il a été souligné que la discussion relative à la stratégie devait rester séparée des délibérations de politique monétaire en cours et ne devait pas être perçue comme limitant le Conseil des gouverneurs dans sa détermination à agir en ajustant l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées, 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 constante dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. 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 de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé de lancer une évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE, approuvant le communiqué de presse correspondant.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que la présidente 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/2020/html/ecb.is200123~0bc778277b.fr.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200123~ae33d37f6e.fr.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200123~3b8d9fc08d.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 22-23 janvier 2020

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Costa

M. Hernández de Cos*

M. Herodotou

M. Holzmann

M. Kazāks*

M. Kažimír

M. Knot

M. Lane

M. Makhlouf

M. Mersch

M. Müller

M. Panetta

M. Rehn

M. Reinesch*

Mme Schnabel

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 janvier 2020 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Personnes accompagnantes

M. Antunes
M. Arce
M. Aucremanne
M. Bonello
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Haber
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Kyriacou
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 de la présidente
M. Silvonén, directeur général adjoint Opérations de marché
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 9 avril 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.