



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

10 octobre 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 11 et le jeudi 12 septembre 2019

.....  
**Mario Draghi**

Président de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

### *Évolutions sur les marchés financiers*

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 24 et 25 juillet 2019. Au cours de l'été, les marchés financiers mondiaux ont enregistré une forte correction qui ressemble fortement à l'épisode observé durant le printemps. Dans les deux cas, l'intensification des tensions commerciales mondiales a été le principal catalyseur.

Le rendement de l'emprunt public allemand à dix ans a diminué de 35 points de base environ par rapport au niveau qu'il affichait la veille de la réunion de juillet, s'établissant à – 71 points de base. Le rendement des bons du Trésor américain à dix ans a baissé de 50 points de base environ.

M. Cœuré a souligné trois principaux points permettant d'interpréter ces évolutions. Le premier concerne la réaction des taux d'intérêt réels, qui diffère de celle constatée lors de l'épisode du printemps. La forte baisse des taux réels en août peut être interprétée comme un signe de préoccupation croissante parmi les intervenants de marché quant à l'impact cumulé de la série de chocs commerciaux sur l'économie mondiale.

Le deuxième point concerne la présence ou non de signes indiquant que le plancher effectif des taux induit progressivement une réaction non linéaire des marchés aux chocs. Bien que le niveau de l'emprunt public allemand à dix ans précédant la correction en août ait été au départ très inférieur à celui constaté au printemps, et déjà très nettement négatif, l'ampleur du recul a été comparable lors des deux épisodes. À cet égard, aucun signe de rigidités à la baisse des taux à long terme, potentiellement liées au plancher effectif des taux, n'a été constaté. La courbe des taux anticipés de l'Eonia a aussi continué de se déplacer vers le bas en août, intégrant une réduction cumulée de presque 40 points de base du taux de la facilité de dépôt de la BCE d'ici début 2021. Toutefois, la diminution des volumes négociés sur le marché monétaire pour les échéances plus longues suggère que tous les observateurs ne sont pas convaincus qu'on assistera à une forte réduction des taux vers un niveau nettement plus négatif et que l'incertitude relative à la trajectoire future des taux directs à court terme demeure élevée.

Le troisième point est lié à d'éventuelles modifications du rééquilibrage des portefeuilles en réaction à l'augmentation de la part des obligations se négociant à des niveaux négatifs. Une première évolution concerne les mouvements récents de l'écart entre le taux du *Bund* allemand à dix ans et celui des *swaps* de taux au jour le jour (OIS), qui était jusqu'à récemment une mesure fiable des effets de rareté sur le marché au comptant du *Bund*. Toutefois, depuis mi-juillet, cet écart a connu un retournement très net, en dépit d'une rareté croissante sur le marché au comptant, s'inscrivant à des niveaux observés pour la dernière fois fin 2016. D'après les informations tirées de la veille de marché, ce retournement pourrait être lié

principalement à une multiplication des opérations de couverture sur le marché des *swaps* plutôt que sur le marché des obligations au comptant. La deuxième nouveauté concernant la réaction des prix d'actifs est l'aplatissement de la partie très longue de la courbe des rendements, comme mis en évidence par le resserrement de l'écart de rendement des emprunts publics allemands à dix et à trente ans. En août, pour la première fois, l'intégralité de la courbe des rendements souverains allemands est devenue négative. La troisième nouveauté a trait à la hausse marquée et persistante du prix de l'or, qui coïncide avec la forte augmentation de la part des obligations se négociant à des niveaux négatifs.

S'agissant des marchés boursiers, l'impact du regain de tensions commerciales en août a été particulièrement visible sur les marchés émergents. Dans la zone euro et aux États-Unis, l'impact a été beaucoup plus modéré, la baisse des rendements obligataires contrebalançant en partie l'augmentation de la prime de risque sur actions.

S'agissant des marchés des changes, l'affaiblissement des devises des marchés émergents a contribué à une légère appréciation de l'euro en termes effectifs nominaux.

#### *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 une activité modérée au troisième trimestre. En dépit d'un affaiblissement, le secteur des services a continué de soutenir la croissance, tandis que l'activité dans le secteur manufacturier s'est encore ralentie. Les tensions commerciales ont suscité un sentiment d'aversion au risque, en particulier dans les économies de marché émergentes. Aux États-Unis, l'activité économique s'est modérée – comme le montre tout particulièrement l'investissement – mais elle est restée solide. En Chine, le ralentissement de l'activité économique a été accentué par l'application de nouveaux droits de douane, tandis qu'au Japon, la dynamique de croissance devrait décélérer et l'inflation est restée faible. Au Royaume-Uni, le risque d'un Brexit sans accord s'est accru et l'activité économique a marqué le pas. Dans l'ensemble, les risques pesant sur l'activité et le commerce au niveau mondial demeurent orientés négativement.

Les prix du pétrole ont diminué de 8 % en août. S'agissant des taux de change, l'euro est resté stable pour l'essentiel depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, se dépréciant de 1,2 % en termes bilatéraux par rapport au dollar mais s'appréciant de 0,7 % en termes effectifs nominaux.

S'agissant de la zone euro, les informations disponibles depuis la réunion de politique monétaire de juillet signalent une faiblesse prolongée de la dynamique de croissance dans la zone, principalement attribuable au secteur extérieur. Selon la deuxième estimation d'Eurostat (6 septembre), la croissance du PIB en volume dans la zone euro est ressortie à 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2019. Concernant les

évolutions intervenues jusqu'à présent au troisième trimestre, l'indicateur du climat économique (ESI) et l'indice des directeurs d'achat ont augmenté en août, mais si l'on considère juillet et août ensemble, ils ont été inférieurs en moyenne à leur niveau du deuxième trimestre, suggérant la poursuite d'une croissance modérée. S'agissant des évolutions sectorielles, la divergence exceptionnelle entre le secteur manufacturier et les services a persisté, reflétant le choc commercial que la zone euro subit actuellement et qui affecte principalement le secteur manufacturier.

La demande intérieure a continué de bien résister dans l'ensemble, toujours soutenue par un marché du travail solide, la confiance des ménages, l'amélioration des bilans et les mesures de relance. La consommation privée réelle a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre 2019, après une hausse exceptionnellement forte (0,4 %) au premier trimestre. Les ménages ont continué de faire preuve d'optimisme quant à leur situation financière future. Par conséquent, le commerce de détail a poursuivi sa croissance à un rythme globalement soutenu. En ce qui concerne l'investissement immobilier, la croissance devrait continuer d'être soutenue par les perspectives d'évolution de l'offre ainsi que de la demande. L'investissement des entreprises se ralentit depuis début 2018 et les derniers indicateurs vont dans le sens d'une poursuite de l'investissement modéré des entreprises à court terme. S'agissant du marché du travail, l'emploi a augmenté de 0,2 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2019, après 0,4 % au premier trimestre. Pour l'avenir, la composante emploi de l'indice des directeurs d'achat signale un nouveau ralentissement de la croissance de l'emploi.

Ces évolutions se sont également reflétées dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro, d'après lesquelles la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 1,1 % en 2019, à 1,2 % en 2020 et à 1,4 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2019 et de 0,2 point de pourcentage pour 2020, tandis qu'elle demeure inchangée pour 2021. Les révisions résultent essentiellement d'un affaiblissement de la demande extérieure, qui a été légèrement amorti par l'impact de la baisse des prix de l'énergie et par l'assouplissement des conditions financières. À moyen terme, le scénario de référence table sur l'apaisement progressif des vents contraires au niveau mondial, qui permettra aux facteurs fondamentaux soutenant l'expansion de la zone euro de reprendre de la vigueur. Les perspectives d'évolution sont soutenues par l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE, par l'amélioration de la situation sur les marchés du travail et par la hausse relativement soutenue des salaires et le solide patrimoine net des ménages, ainsi que par la baisse du chômage, l'augmentation des bénéfices, l'assouplissement de l'orientation budgétaire et le rebond de la demande étrangère. La croissance du PIB devrait néanmoins se ralentir vers la fin de l'horizon de projection, la moindre utilisation des capacités productives, la période prolongée de faible confiance des entreprises et l'expiration des incitations fiscales exerçant une incidence négative sur l'investissement. En outre, les contraintes relatives à l'offre de travail pèsent sur la croissance de l'emploi. Les projections réalisées par d'autres institutions et par le secteur privé sont cohérentes avec les projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE.

S'agissant de l'évolution des prix dans la zone euro, d'après l'estimation rapide d'Eurostat le 30 août, la hausse annuelle de l'IPCH total ainsi que la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie ont affiché un profil d'évolution indécis en juillet, à 1,0 % et 0,9 %, respectivement. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées et les indicateurs des anticipations d'inflation stables. La croissance des salaires est restée solide, à des taux avoisinant sa moyenne de long terme. La rémunération par tête a augmenté de 2,1 % en termes annuels au deuxième trimestre 2019, et la rémunération horaire, de 2,2 %. La hausse des salaires négociés a continué de s'établir au-dessus de son niveau de 2018 au premier semestre 2019.

Depuis le premier trimestre 2018, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est nettement accentuée. Elle a plus que doublé entre le premier trimestre 2018 et le deuxième trimestre 2019, passant de 1,0 % à 2,1 %. Cette évolution résulte du recul de la croissance de la productivité du travail au cours de la même période, lui-même reflétant la bonne tenue du marché du travail face au ralentissement de la croissance du PIB. Jusqu'à présent, le renforcement des tensions sur les coûts unitaires de main-d'œuvre a été largement absorbé par les marges bénéficiaires.

Dans les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation mesurée par l'IPCH a été revue à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, et devrait s'établir à 1,5 % en 2021. La révision à la baisse de l'inflation est due au recul des prix de l'énergie, mais elle reflète également le caractère modéré de la dynamique d'inflation.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, les mesures à moyen et long terme des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché pour la zone euro se sont largement stabilisées à de bas niveaux. En dépit de ce recul, les évolutions récentes représentent une modération de la tendance baissière qui avait débuté à l'automne 2018.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, les taux sans risque de la zone euro ont de nouveau enregistré une forte baisse depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet. L'inversion de la courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est accentuée sur les échéances courtes. De plus, le taux des OIS à dix ans dans la zone euro ainsi que le rendement des bons du Trésor américain à dix ans ont diminué. Depuis la réunion de juillet, les prix des actions dans la zone euro ont également légèrement fléchi, principalement en raison des primes de risque, mais ce recul a été amorti par la baisse des taux d'actualisation. Au total, la tendance à l'assouplissement des conditions financières s'est interrompue, tandis que les conditions de financement des sociétés non financières (SNF) sont demeurées très favorables.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de l'agrégat large (M3) a atteint 5,2 % en juillet, après 4,5 % en juin et 4,8 % en mai, en dépit de la diminution progressive de la contribution annuelle du programme d'achats d'actifs (APP) et du ralentissement de l'activité économique. Cette résistance continue de refléter des considérations de portefeuille, sous l'effet de la baisse de rendement des actifs non monétaires, qui a fait baisser le coût d'opportunité de la détention de M3 et incité les détenteurs de monnaie à accroître la part d'instruments de M3 dans leurs portefeuilles financiers. Du point de vue des contreparties, cela s'est traduit par de nouvelles entrées monétaires en provenance des pays hors zone euro,

qui reflètent un rebond de la demande d'actifs de la zone euro de la part des investisseurs étrangers. Les coûts du financement bancaire sont demeurés favorables, principalement en raison de la baisse de rendement des obligations bancaires. Le coût de l'emprunt bancaire pour les entreprises et les ménages a atteint de nouveaux points bas historiques. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est demeuré stable en juillet, à 3,9 %, soit légèrement au-dessous de son pic de septembre 2018 (4,3 %). Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages a poursuivi sa hausse graduelle, atteignant 3,4 % en juillet.

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 au cours de la période 2019-2021. L'impact négatif de l'orientation sur le solde budgétaire global pour la période 2019-2021 a été largement contrebalancé par une réduction des paiements d'intérêts.

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

En résumé, M. Lane a fait remarquer que, depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, les taux d'intérêt sans risque avaient nettement baissé, en dépit d'une inversion partielle au cours de la dernière semaine. Dans le même temps, le potentiel d'assouplissement provenant de la baisse des taux due à la détérioration des perspectives macroéconomiques et à la révision des calculs du taux d'intérêt réel d'équilibre pourrait être limité. Les cours des actions n'ont que modérément baissé, le recul des taux d'actualisation amortissant l'impact de l'augmentation des primes de risque sur actions. Les conditions d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages sont demeurées très favorables.

Les données les plus récentes indiquent un ralentissement plus prolongé qu'anticipé de l'économie de la zone euro. En particulier, la faiblesse du commerce international et la persistance d'incertitudes à l'échelle mondiale continuent de peser, tout particulièrement sur le secteur manufacturier. Les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE ont encore revu à la baisse les perspectives de croissance du PIB en volume pour 2019 et 2020, principalement en raison de l'affaiblissement de l'environnement mondial.

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

La dynamique de l'inflation mesurée par l'IPCH et l'évolution des mesures de l'inflation sous-jacente restent modérées, en dépit d'une dynamique soutenue des salaires. Les projections de septembre comprennent une révision à la baisse de l'inflation sur l'horizon de projection, les prévisions d'inflation atteignant seulement 1,5 % en 2021. Cela est dû, en partie, à la baisse des prix de l'énergie, mais également à la détérioration de l'environnement de croissance. Les indicateurs extraits des instruments de marché et ceux tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation se sont stabilisés à des points bas historiques.

Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs doit faire face à un ralentissement prolongé de l'économie de la zone euro, à la persistance de risques à la baisse et à des perspectives d'inflation qui restent inférieures à son objectif à moyen terme.

Dans une perspective de plus long terme, depuis décembre 2018, des révisions à la baisse successives et significatives des perspectives d'inflation ont été observées, qui ont ramené la projection d'inflation pour 2021 de 1,8 % à 1,5 %. La poursuite de la dégradation des perspectives d'inflation – en dépit de conditions financières intégrées aux prévisions reflétant déjà d'importantes anticipations d'assouplissement supplémentaire de la politique monétaire – signifie que l'inflation s'est encore écartée des niveaux que le Conseil des gouverneurs juge compatibles avec son objectif d'inflation et a entraîné un nouveau retard dans la convergence de l'inflation.

Dans ce contexte, une réponse globale était nécessaire pour soutenir le retour à une trajectoire de convergence durable vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs.

M. Lane a donc proposé de prendre les décisions suivantes lors de la présente réunion. Premièrement, abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 10 points de base, à – 0,50 %. Deuxièmement, ajuster la *forward guidance* en stipulant que les taux d'intérêt directeurs de la BCE devraient rester à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il soit constaté que les perspectives d'inflation convergent et se stabilisent autour d'un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique de l'inflation sous-jacente. Troisièmement, reprendre les achats nets dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1<sup>er</sup> novembre 2019. En outre, les achats nets d'actifs devraient être réalisés aussi longtemps que nécessaire, pour renforcer l'effet accommodant des taux directeurs de la BCE, et prendre fin peu avant que le Conseil des gouverneurs ne commence à relever les taux d'intérêt. Quatrièmement, 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 le Conseil des gouverneurs 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. Cinquièmement, modifier les modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO III) afin de préserver des conditions de prêts bancaires favorables, d'assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et d'appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire. Le taux d'intérêt de chaque opération serait fixé au niveau du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème effectuées pendant la durée de la TLTRO concernée. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III serait plus bas et pourrait être aussi bas que le taux moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération. En outre, la durée des opérations serait portée de deux à trois ans. Sixièmement, afin de préserver la transmission bancaire de la politique monétaire, introduire un système de rémunération des réserves à deux paliers, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt.

Cette série de mesures fournirait un soutien monétaire par le biais d'un ensemble de mécanismes. La baisse du taux de la facilité de dépôt, conjuguée à la *forward guidance* renforcée, agirait sur l'ensemble de la courbe des rendements, en particulier sur les compartiments à court et moyen terme. La *forward guidance* renforcée liée à l'état de l'économie fournirait une indication claire pour les anticipations de taux en reliant la politique monétaire du Conseil des gouverneurs à des conditions plus strictes pour les perspectives d'inflation. De plus, la *forward guidance* a été particulièrement efficace dans des conditions d'incertitude élevée en facilitant un ajustement harmonieux à l'évolution des conditions macroéconomiques et financières dans les deux sens, les anticipations relatives à la trajectoire future de la politique monétaire répondant de manière stabilisatrice à des informations positives ou négatives. Conformément à la *forward guidance* renforcée, sur l'horizon de projection, l'inflation devrait non seulement converger vers, mais aussi se stabiliser autour de niveaux « suffisamment proches de, mais inférieurs à 2 % ». La référence à ces niveaux indiquerait que le Conseil des gouverneurs souhaite une augmentation significative de l'inflation projetée par rapport à ses niveaux actuels, réalisés et attendus, qui sont nettement inférieurs à ceux considérés comme conformes à son objectif. Les indications du Conseil des gouverneurs resteraient prospectives, conformément à sa stratégie axée sur le moyen terme. Par ailleurs, les indications proposées comprendraient des garanties contre le risque de réaction trop forte aux chocs d'inflation temporaires, ainsi qu'aux erreurs de prévision et de mesure, car il serait souligné que la convergence doit être robuste et que l'inflation sous-jacente doit augmenter pour assurer que le redressement de l'inflation soit soutenu par un accroissement durable des tensions sur les prix domestiques. En outre, en conservant le biais accommodant sur les taux, le Conseil des gouverneurs indiquerait qu'il a encore une marge de manœuvre pour réduire davantage les taux, si nécessaire.

La reprise des achats nets est un complément important de la politique de taux d'intérêt. En particulier, l'APP a eu un impact plus fort sur les taux à long terme, apportant un soutien supplémentaire aux coûts de financement qui sont importants pour les entreprises et les ménages. Dans la formulation proposée, l'horizon des achats nets s'ajuste de façon dynamique aux modifications de la *forward guidance* relatives aux taux d'intérêt et fonctionne ainsi en arrière-plan afin de contenir les taux d'intérêt à moyen et long terme. En accroissant l'encours des actifs et en prolongeant les réinvestissements, le Conseil des gouverneurs pourrait retarder un durcissement injustifié des primes de terme, qui s'est produit mécaniquement sous l'effet du raccourcissement de l'échéance moyenne du portefeuille de l'APP. De plus, les achats nets d'actifs ont eu des effets de signal et des effets de richesse forts sur les bilans des banques et d'autres entités, et l'APP a eu généralement une influence plus forte sur la formation des anticipations d'inflation en démontrant l'engagement du Conseil des gouverneurs à utiliser tous les instruments pour atteindre son objectif.

Plus généralement, la double approche, par laquelle le Conseil des gouverneurs a utilisé activement à la fois le taux directeur à court terme et les achats nets d'actifs, a établi un équilibre en assurant le déploiement d'instruments qui se renforcent mutuellement de la manière la plus efficace, au lieu de s'appuyer excessivement sur un seul instrument.



En ce qui concerne la politique de réinvestissement, la nature chaînée de la *forward guidance* implique que la *forward guidance* révisée relative aux taux directeurs se transmettra jusqu'à l'horizon de conservation des actifs achetés.

En ce qui concerne les autres éléments de la proposition, une tarification plus attractive des TLTRO III soutiendrait les conditions de financement des banques dans un contexte de faible croissance. Cela permettrait aux banques de continuer à offrir des conditions de prêt favorables aux entreprises et aux ménages, ce qui garantirait la transmission harmonieuse de la politique monétaire et continuerait de soutenir l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'allongement à trois ans de la durée des opérations correspondrait mieux à la durée habituelle du financement bancaire des projets d'investissement, renforçant ainsi le soutien apporté par les TLTRO III au financement de l'économie réelle.

Enfin, un système de rémunération des réserves à deux paliers permettrait de maintenir les effets positifs de la politique de taux négatifs du Conseil des gouverneurs pour l'économie en limitant le coût direct pour les banques lié à la détention d'excédents de réserves, contribuant ainsi à préserver le mécanisme de transmission de la politique monétaire par les banques.

En résumé, l'ensemble des mesures proposées se complètent et se renforcent mutuellement, constituant un puissant outil capable de fournir une relance monétaire substantielle qui garantirait que les conditions financières resteront très favorables et soutiendront la croissance de la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer le besoin d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée et sa volonté de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation vers des niveaux proches de, mais inférieurs à 2 % à moyen terme, conformément à l'engagement du Conseil des gouverneurs en faveur de la symétrie dans l'objectif d'inflation.

M. Cœuré a présenté en détail un système possible de rémunération de l'excédent de liquidité à deux paliers et les modifications proposées des paramètres des TLTRO III. Une « partie non soumise au taux de la facilité de dépôt » serait introduite, avec un multiplicateur de 6 à appliquer au niveau des réserves obligatoires des établissements de crédit, rémunérée à 0 % et applicable aux excédents des avoirs de réserves par rapport aux réserves obligatoires détenus sur les comptes courants ouverts auprès de l'Eurosystème. S'agissant des modifications proposées des conditions de prix et d'échéance des TLTRO III, le Conseil des gouverneurs a été invité à fixer le taux d'intérêt au niveau du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème effectuées pendant toute la durée de la TLTRO III concernée, à porter la durée des opérations de deux à trois ans à partir de leurs dates de règlement respectives et à fournir aux contreparties une possibilité de remboursement anticipé volontaire des montants empruntés, à une fréquence trimestrielle, à compter de deux ans après le règlement de chaque opération. De plus, M. Cœuré a indiqué que l'allongement de la durée des opérations TLTRO III nécessitait une extension automatique des dispositifs relatifs aux créances privées supplémentaires (*additional credit claims – ACC*) jusqu'à fin mars 2024. En outre, M. Cœuré a rappelé qu'en octobre 2017, il avait été décidé que le taux d'intérêt des opérations de

refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois (*longer-term refinancing operations* – LTRO) resterait égal au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement pendant la durée de vie des opérations correspondantes couvrant la période allant jusqu'à la dernière période de constitution des réserves de 2019, qui doit maintenant être étendue au moins jusqu'à la fin de période de constitution de réserves qui commencera en mars 2021. Par ailleurs, une proposition a également été faite pour permettre des achats d'actifs avec des rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt dans le cadre des programmes du secteur privé de l'APP, dans la mesure nécessaire, cette décision reflétant les variations des taux d'intérêt du marché par rapport au taux de la facilité de dépôt.

## **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. Les informations disponibles depuis la réunion de juillet du Conseil des gouverneurs ont fait apparaître une faiblesse de l'économie de la zone euro plus prolongée que prévu précédemment. Le ralentissement de la croissance reflète principalement la faiblesse actuelle du commerce international dans un contexte de persistance des incertitudes au niveau mondial, qui pèsent particulièrement sur le secteur manufacturier de la zone euro. Dans le même temps, les secteurs des services et de la construction ont fait preuve de résistance et un certain nombre de facteurs continuent de soutenir l'expansion économique de la zone euro, notamment des conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois et une accélération de la hausse des salaires, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro, ainsi que la poursuite, à un rythme toutefois plus modéré, de l'expansion de l'activité mondiale. Ce scénario ressort globalement des projections de septembre établies par les services de la BCE.

Dans le débat sur les perspectives et les risques pour l'environnement extérieur, il a été noté que, si l'activité et le commerce mondiaux devaient se redresser progressivement à moyen terme, les perspectives relatives à la croissance et aux échanges commerciaux au niveau mondial ont fait l'objet d'une nouvelle révision à la baisse dans les dernières projections des services de la BCE. Les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur l'environnement extérieur restent orientés négativement, en raison de la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents. En particulier, il a été fait référence aux incertitudes actuelles liées aux tensions commerciales et au Brexit.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, les membres du Conseil ont généralement admis que les données récentes avaient été plus faibles que prévu et que le ralentissement de la zone euro devrait être désormais

plus durable. La croissance de 0,2 % du PIB en volume en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2019 a été confirmée, après une croissance de 0,4 % au premier trimestre, tandis que les données économiques et les résultats d'enquêtes devenus disponibles font état d'une croissance modérée, mais positive, au troisième trimestre de l'année. Les révisions à la baisse des projections de croissance de septembre établies par les services de la BCE ont généralement été jugées justifiées, car elles reflètent largement des données décevantes. Il a été souligné que le scénario de référence révisé pour la croissance et l'inflation doit continuer d'être considéré comme le plus probable, tandis que des risques à la baisse importants persistent.

Les perceptions relatives aux perspectives diffèrent légèrement, plusieurs membres du Conseil soutenant que, malgré les révisions, le scénario de référence des dernières projections des services de la BCE était encore trop optimiste compte tenu des incertitudes actuelles. Parallèlement, il a été souligné que, tandis que le rebond de la croissance dans la zone euro était retardé, la croissance devrait encore se redresser par rapport à sa faiblesse actuelle sur l'horizon de projection. Il a également été observé que l'économie de la zone euro fonctionne presque à pleine capacité, conformément aux projections. Il a été avancé que le ralentissement actuel de la zone euro résulte de chocs asymétriques liés à l'environnement extérieur ou à des facteurs domestiques, dont l'impact est largement concentré dans deux des principaux pays de la zone euro, principalement en raison de la faiblesse du secteur manufacturier. Il a également été fait référence à des risques à la hausse et à la baisse ; par exemple, si les tensions commerciales actuelles devaient être résolues plus rapidement que prévu.

Toutefois, plusieurs réflexions ont également été formulées pour suggérer que les perspectives de croissance révisées pourraient être trop optimistes. Il a été avancé que la faiblesse des exportations pourrait, au fil du temps, se répercuter sur la demande intérieure et sur le secteur des services dans l'économie, et qu'il y avait déjà certains signes que le ralentissement des exportations affectait les évolutions du marché du travail. Le ralentissement pourrait également être considéré comme relativement généralisé et de nature mondiale, affectant plusieurs grandes économies, plutôt que comme reflétant des chocs asymétriques spécifiques. De plus, les hypothèses qui sous-tendent les projections de septembre établies par les services de la BCE ont été considérées comme relativement favorables, dans la mesure où les projections étaient fondées sur un Brexit ordonné – alors que la probabilité d'un Brexit désordonné s'est accrue récemment – et supposaient que les tensions commerciales se résoudraient au fil du temps. Ces deux hypothèses pourraient être considérées comme optimistes. De plus, il a été noté que le scénario de référence n'intégrait pas certaines des mesures commerciales annoncées depuis la finalisation de l'exercice de projection.

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

Lors d'un échange de vues sur la politique budgétaire, les membres du Conseil ont considéré que l'orientation budgétaire légèrement expansionniste de la zone euro apportait un soutien à l'activité économique. Toutefois, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de la persistance d'importants risques à la baisse, il a été souligné que les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire doivent agir

de manière efficace et rapide. Dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent mener des politiques prudentes qui créeront les conditions pour que les stabilisateurs automatiques puissent jouer librement, même si tous les pays doivent intensifier leurs efforts pour parvenir à une composition des finances publiques qui soit 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 l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,0 % en août 2019, sans changement par rapport à juillet, le ralentissement de l'augmentation des prix de l'énergie étant contrebalancé par une accélération de la hausse des prix des produits alimentaires. Le rythme de hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est également resté inchangé. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole et en raison d'effets de base, l'inflation annuelle totale devrait se ralentir avant de s'accélérer à nouveau vers la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont généralement restées modérées et les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont établis à de bas niveaux. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, leurs répercussions sur l'inflation ont été plus lentes qu'anticipé antérieurement. À moyen terme, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la poursuite de la croissance économique et la hausse soutenue des salaires. Cette évaluation est également ressortie, globalement, des projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE, qui ont été révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant le recul des prix de l'énergie et le ralentissement de la croissance.

Il a été noté que l'inflation totale et l'inflation sous-jacente sont actuellement freinées par une modification du traitement statistique des voyages organisés dans la plus grande économie de la zone euro, un facteur qui se dissipera au cours des prochains mois. À plus long terme, les membres du Conseil ont reconnu les implications des révisions à la baisse des perspectives de croissance pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Les services de la BCE continuent de s'attendre à un redressement de l'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie, sur l'horizon de projection, mais ils ont révisé leurs prévisions à la baisse par rapport aux projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème. L'attention a été attirée sur le fait que les perspectives de croissance révisées impliquent une diminution des tensions à la hausse sur la dynamique de l'inflation intérieure. Abstraction faite de la volatilité des prix de l'énergie, les perspectives d'inflation ont été révisées à la baisse à la fin de l'horizon de projection, les prévisions tablant sur une inflation sous-jacente et une inflation totale de seulement 1,5 % en 2021, à la fin de l'horizon de projection.

Les membres du Conseil ont souligné que la croissance des salaires est restée solide et conforme aux moyennes de long terme. Toutefois, la transmission de l'augmentation des salaires à la hausse des prix à la consommation à moyen terme pourrait être devenue plus incertaine compte tenu de la révision des perspectives de croissance, et des doutes ont été exprimés quant à savoir si les marges bénéficiaires

augmenteraient – comme supposé dans les projections – dans le sillage de la reprise de l'activité économique.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont noté que depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché se sont stabilisées, mais à des niveaux historiquement bas et nettement inférieurs à l'objectif d'inflation de la BCE. Des inquiétudes ont été exprimées à propos de la tendance baissière à plus long terme observée pour les anticipations d'inflation, qui est ressortie tant des mesures extraites des instruments de marché que de celles tirées d'enquêtes. 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 1,23 %, tandis que celles tirées d'enquêtes sont ressorties à 1,7 % dans l'enquête réalisée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2019. Des préoccupations ont également été exprimées quant à la probabilité accrue que l'inflation s'établisse entre zéro et 1 %, comme cela ressort des prix des options.

Il a toutefois été recommandé de faire preuve de prudence et de ne pas mettre trop l'accent sur les évolutions des mesures de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, qui ont été soumises à des primes de liquidité et de risque. En particulier, l'écart entre les mesures tirées d'enquêtes et celles extraites des instruments de marché pourrait également s'expliquer par une prime de risque négative, même s'il a été remarqué que cette dernière pourrait elle-même constituer une source d'inquiétude si elle reflétait le fait que les intervenants de marché se couvrent contre les conséquences d'une inflation très faible ou d'une déflation. De plus, une remarque a été émise pour indiquer que les intervenants sur les marchés financiers n'étaient pas responsables de la fixation de prix pertinents dans l'économie réelle et que la manière dont le comportement effectif en matière de fixation des prix au niveau des entreprises serait affecté par les anticipations des évolutions globales agrégées des prix, par opposition aux déterminants macroéconomiques, n'est pas pleinement comprise. Il a été suggéré de réaliser une analyse plus approfondie des anticipations d'inflation, dans un contexte de préoccupations accrues quant au risque d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large ont traduit la poursuite de la création de crédit bancaire en faveur du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments inclus dans M3. L'agrégat monétaire étroit M1 est resté la composante qui apporte la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Les membres du Conseil se sont également mis d'accord sur le fait que les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de soutenir la croissance des prêts et, au final, l'activité et l'inflation. Dans l'ensemble, la hausse des prêts a continué d'être soutenue par le niveau historiquement bas des taux des prêts bancaires. Les conditions d'octroi des prêts bancaires sont restées très favorables pour les entreprises et pour les ménages.

## *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. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, les taux d'intérêt sans risque ont baissé, en partie en anticipation d'une relance monétaire supplémentaire mais également en réponse à une détérioration des perspectives macroéconomiques. Il a été noté que d'importants effets d'anticipation des futures mesures de politique monétaire semblaient être intégrés dans les anticipations des marchés relatives à la trajectoire des taux d'intérêt et se reflétaient par conséquent déjà, dans une certaine mesure, dans les projections. Toutefois, même si les conditions financières intégrées dans les projections reflétaient déjà des anticipations importantes d'un nouvel assouplissement monétaire, les prévisions d'inflation se sont encore éloignées des niveaux jugés compatibles avec l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, l'attention a également été attirée sur le fait que le Conseil des gouverneurs ne devait pas essayer de répondre aux attentes des marchés mais devait fonder ses décisions sur sa propre évaluation. De plus, il a été avancé que dans un environnement d'incertitude élevée, aller au-delà des anticipations des marchés pourrait être contreproductif, dans la mesure où cela pourrait être considéré comme indiquant des perspectives plus défavorables que celles intégrées dans les prévisions.

Tous les membres du Conseil ont reconnu qu'un nouvel assouplissement de l'orientation de la politique monétaire était nécessaire pour favoriser le retour à une convergence durable vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Les projections de septembre établies par les services de la BCE ont de nouveau révisé à la baisse les perspectives de croissance du PIB en volume pour 2019 et 2020, principalement en raison d'un affaiblissement de l'environnement mondial, et les tensions inflationnistes sont restées modérées. Dans le même temps, il a été souligné que la réponse de politique monétaire devait être proportionnelle aux difficultés rencontrées. À cet égard, il a été noté qu'en dépit de la révision à la baisse dans les projections, certains des déterminants fondamentaux d'un redressement tel que prévu dans le scénario de référence demeuraient en place et qu'il n'y avait pas à l'heure actuelle de risques de déflation. La transmission de la politique monétaire a bien fonctionné, les rendements à long terme se situant à des niveaux historiquement bas tant pour la zone euro que dans les différents pays.

Les membres du Conseil ont largement souscrit à la plupart des mesures de politique monétaire proposées par M. Lane dans son introduction comme faisant partie d'un train complet de mesures. La plupart des membres ont considéré qu'un train de mesures, c'est-à-dire une combinaison d'instruments présentant des complémentarités et des synergies importantes, était globalement l'approche appropriée dans une situation où les différentes mesures de politique monétaire rencontrent certaines limites et où l'impact de chacune des mesures considérée isolément est incertain et difficile à évaluer. Compte tenu de l'insuffisance persistante de l'inflation réalisée et prévue par rapport à l'objectif de moyen terme du Conseil des gouverneurs et du risque d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation, il a été considéré comme important pour le Conseil des gouverneurs de montrer sa détermination et sa capacité à agir, conformément à sa fonction de réaction, en

ajustant l'ensemble de ses instruments de façon adéquate afin d'atteindre son objectif d'inflation. Dans ce contexte, toutes les mesures – y compris la reprise des achats nets d'actifs et l'introduction d'un système de rémunération des réserves à deux paliers – ont été considérées comme ayant d'importants effets de signal qui seraient encore accentués par les modifications proposées de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs.

Dans le même temps, plusieurs réserves ont été exprimées quant aux différents éléments constituant le train de mesures proposé. Même si les membres du Conseil se sont largement accordés sur les justifications d'un train de mesures complet, ils ont évalué différemment les éléments spécifiques, certaines mesures étant considérées comme des substituts plutôt que comme des compléments, donnant lieu à des arbitrages entre les éléments du train de mesures, par exemple entre les mesures d'apport de liquidité et le système à deux paliers proposé.

Une large majorité des membres du Conseil a approuvé la modification des modalités de la nouvelle série de TLTRO (TLTRO III) trimestrielles, telle que proposée par M. Lane et M. Cœuré. Le fait de supprimer l'écart de 10 points de base par rapport aux taux d'intérêt directeurs de la BCE et de porter la durée de deux à trois ans a été considéré comme efficace pour préserver des conditions de prêts bancaires favorables, assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a également pris note de la proposition de prolongation du cadre relatif aux créances privées supplémentaires jusqu'à fin mars 2024 et a décidé que le taux d'intérêt des opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois serait égal au taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement pendant la durée de vie de l'opération de refinancement à plus long terme concernée, au moins jusqu'à la fin de la période de constitution des réserves commençant en mars 2021.

S'agissant de la *forward guidance* relative aux réinvestissements dans le cadre de l'APP, tous les membres se sont accordés sur la proposition de M. Lane de 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 le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Les membres du Conseil ont généralement approuvé la proposition de renforcer la composante dépendant des perspectives économiques de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux d'intérêt, même si quelques membres ont jugé important de conserver l'élément de la *forward guidance* lié au calendrier et de le repousser plus loin dans le futur. La *forward guidance* renforcée dépendant des perspectives économiques a été considérée comme un élément essentiel du train de mesures, indiquant les intentions du Conseil des gouverneurs s'agissant de son principal instrument de politique monétaire – les taux directeurs – auquel ses autres mesures ont été liées, comme les indications proposées sur les achats nets d'actifs et les réinvestissements des remboursements au titre du principal. La *forward guidance* proposée a été considérée comme essentielle pour fournir le soutien monétaire approprié, en ancrant les anticipations

d'inflation sur l'objectif d'inflation à moyen terme de la BCE, pour rendre la date du « relèvement » des taux d'intérêt dépendante des perspectives économiques et pour ancrer les anticipations suffisamment loin dans le futur, comme cela est justifié dans les circonstances actuelles.

Le sentiment s'est imposé que la *forward guidance* devait être soigneusement formulée pour être suffisamment stricte tout en n'étant pas trop précise ou complexe, afin d'être crédible et d'éviter d'introduire de l'incertitude dans les anticipations des marchés et du grand public. En conséquence, il a été jugé naturel de s'appuyer sur, et de rester globalement cohérent avec la précédente communication relative à l'ajustement durable de la trajectoire de l'inflation, qui lie cet ajustement aux trois critères que sont la convergence, la confiance et la résilience pour atteindre l'objectif du Conseil des gouverneurs d'une inflation inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme. Il a été jugé utile de souligner la symétrie de l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs en termes qualitatifs, sans préjuger d'un examen futur de la stratégie de la BCE.

Un premier soutien a été exprimé pour fonder la *forward guidance* sur une référence quantitative pour l'inflation attendue et réalisée afin de clarifier davantage l'objectif d'inflation. Par ailleurs, la question a été posée de savoir si davantage de clarté en termes numériques pourrait réellement accroître l'efficacité de la *forward guidance*, compte tenu de la faible inflation enregistrée ces dernières années. Le fait de lier la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs aux projections établies par les services de la BCE a été considéré comme exposé à un risque de circularité, même s'il a également été remarqué que les banques centrales ayant une cible d'inflation conditionnent généralement leur politique à leurs propres projections. Au total, une référence à une convergence robuste et une formulation qualitative large s'agissant des perspectives d'inflation globales ont été jugées préférables.

Conditionner la *forward guidance* au fait que la convergence de l'inflation se reflète de manière systématique dans la dynamique observée de l'inflation sous-jacente, comme dans les perspectives d'inflation, a été jugé utile pour clarifier qu'une dynamique doit être perceptible et vérifiable dans les données relatives à l'inflation effective, tout en n'impliquant pas un renoncement à la nature prospective et à l'orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire de la BCE. En outre, il a été estimé que la notion de convergence durable (*robust convergence*) renforçait le message selon lequel l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs ne doit pas être perçu comme un plafond pour l'inflation, confirmant ainsi la symétrie de l'objectif d'inflation. Dans ce contexte, il a été avancé que la formulation proposée risquait de reporter les anticipations des marchés relatives à la date de « relèvement des taux » trop loin dans le futur. En définitive, la formulation adoptée d'une *forward guidance* dépendant de la situation économique a été considérée comme demeurant compatible avec la stratégie de politique monétaire actuelle de la BCE, car elle ne redéfinit pas l'objectif de la politique monétaire et ne préjuge pas d'une révision de la stratégie qui pourrait intervenir ultérieurement.

Une nette majorité des membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de reprendre les achats nets dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1<sup>er</sup> novembre, de les poursuivre aussi longtemps que nécessaire pour renforcer l'effet accommodant des taux directeurs et d'y mettre fin peu avant que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient relevés. L'APP a été considéré comme une composante nécessaire du train de mesures, l'analyse des services de la BCE ayant montré que ce



programme était efficace pour soutenir l'activité et l'inflation. Le seul réinvestissement du remboursement du principal des titres arrivant à échéance a été jugé insuffisant pour prévenir une diminution de la duration au bilan de la BCE ou garantir le bas niveau des rendements actuellement observé, ou même entraîner une nouvelle réduction des primes de terme. Des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles le fait de ne pas assurer une relance suffisante, y compris via l'APP, pourrait provoquer un retournement des conditions financières actuellement favorables. En revanche, la reprise des achats nets représente un signal fort de la détermination du Conseil des gouverneurs et de sa volonté d'agir à la lumière des perspectives actuelles d'une inflation faible et du risque potentiel d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation. En outre, une remarque a été formulée selon laquelle la marge pour une nouvelle réduction des primes de terme n'avait pas nécessairement été totalement consommée. Dans ce contexte, des mesures de politique monétaire fermes et préventives ont été considérées comme importantes, ce qui nécessite un train complet de mesures incluant une reprise des achats nets d'actifs.

Un certain nombre de membres du Conseil ont jugé les arguments en faveur d'une reprise des achats nets d'actifs non suffisamment solides, soit parce qu'ils estiment que c'est un instrument moins efficace, compte tenu de la compression actuelle des primes de terme, soit parce qu'ils l'envisagent comme un instrument de dernier recours qui devrait n'être déployé que dans l'hypothèse d'événements plus graves et qui ne se justifie pas au vu de la conjoncture actuelle, où un train de mesures n'incluant pas les achats nets peut être considéré comme suffisant. Les conditions financières actuelles ont été interprétées comme étant déjà très favorables, notamment dans un contexte où les obligations de très longue maturité se négocient à des taux négatifs. Il a également été observé que les décisions du Conseil des gouverneurs devraient se fonder davantage sur l'efficacité des mesures que sur les effets de signal vis-à-vis des marchés. Des préoccupations ont été exprimées quant à une baisse potentielle de l'efficacité du canal de rééquilibrage des portefeuilles et à de potentiels effets secondaires négatifs sur l'intermédiation financière – y compris par les banques et les sociétés d'assurance et les fonds de pension – liés à un aplatissement sur la partie longue de la courbe des rendements et à des risques accrus pour la stabilité financière.

Une remarque a été formulée selon laquelle l'annonce d'une reprise des achats nets d'actifs sans limitation dans le temps risquait de donner lieu à des demandes d'augmentation des montants d'achats mensuels de la part des intervenants de marché, du moins en l'absence de signes probants d'une amélioration des perspectives d'inflation. Cela épuiserait le gisement des titres à acquérir et remettrait en cause les limites du programme, qui sont considérées comme importantes pour garantir que la frontière entre politique monétaire et politique budgétaire ne s'estompe pas. Les effets de toute modification potentielle des limites sur le fonctionnement du marché et la raréfaction des obligations devraient aussi être pris en compte. Il a toutefois été noté que, à 20 milliards d'euros par mois, le rythme des achats est nettement plus faible que lors des précédentes phases du programme, alors même que l'orientation expansionniste actuelle des politiques budgétaires permet au Conseil des gouverneurs de poursuivre ses achats dans le cadre des limites actuelles sur une période assez longue. Par conséquent, il a été estimé qu'une discussion quant aux limites pouvait attendre que la question devienne plus urgente.

Une très grande majorité des membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane d'abaisser le taux de la facilité de dépôt de 10 points de base à - 0,50 %, ce qui – conjugué à la *forward guidance* renforcée – aura une action sur l'ensemble de la courbe des rendements, en particulier sur les compartiments à court et moyen terme, complétant les effets des achats nets d'actifs sur la partie longue de la courbe. Ainsi, la mesure tend à remédier au niveau élevé d'incertitudes à court terme observé actuellement et contribue à préserver les conditions financières très favorables. Si quelques membres du Conseil se sont déclarés prêts à envisager un abaissement de 20 points de base du taux de la facilité de dépôt lors de la présente réunion, en particulier dans le cadre d'un train de mesures excluant les achats nets d'actifs, d'autres ont estimé qu'ils ne pouvaient pas soutenir une réduction de 10 points de base, car ils redoutaient la possibilité d'effets secondaires de plus en plus néfastes de baisses de taux supplémentaires.

La majorité des membres du Conseil a soutenu la proposition d'introduction d'un système à deux paliers pour la rémunération des réserves dans le cadre du train global de mesures. Avec une partie exemptée représentant six fois le niveau des réserves obligatoires des établissements assujettis, un système à deux paliers permettrait de maintenir les effets favorables de la politique de taux négatifs sur l'économie en limitant le coût direct pour les banques lié à la détention d'excédents de réserves, contribuant ainsi à préserver la transmission de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs par le canal bancaire. Ce système à deux paliers renforcerait la capacité des banques à octroyer des prêts à leurs clients à des conditions favorables et aide à maintenir l'incitation faite aux banques de répercuter le stimulus apporté par les taux négatifs sur leurs réserves. De plus, cela corroborerait la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs selon laquelle les taux pourraient être inférieurs à leurs niveaux actuels.

Un certain nombre de réserves ont été émises à l'endroit de la justification de politique monétaire pour un système à deux paliers. Il a été affirmé que, à l'heure actuelle, les canaux de transmission de la politique monétaire semblaient bien fonctionner. En outre, les banques bénéficieraient des TLTRO III, qui leur ont offert des conditions de crédit très favorables, ainsi que d'une forte baisse des rendements des obligations bancaires. Une remarque a été formulée selon laquelle un allègement partiel des coûts liés aux taux négatifs, réservé aux banques, soulevait des difficultés potentielles en termes de répartition et de communication. Par ailleurs, si un système à deux paliers n'est pas calibré correctement, il peut provoquer des effets secondaires et exercer une pression à la hausse sur les taux de marché. Il a toutefois été argumenté que d'autres juridictions pratiquant des taux d'intérêt négatifs avaient depuis longtemps introduit des dispositifs d'exemption. S'agissant de l'élaboration du système à deux paliers, la proposition d'une valeur représentant six fois les réserves obligatoires a généralement été soutenue, même si une argumentation en faveur d'un multiplicateur plus faible ou plus élevé a également été avancée. Dans ce contexte, il a été avancé que le fait de lier le montant d'exemption plus directement aux réserves obligatoires en augmentant le taux de rémunération de ces avoirs de réserves ciblerait davantage des canaux de transmission plus fragiles, allègerait mieux les potentielles pressions à la hausse sur les taux de marché et créerait moins d'interaction avec les TLTRO III. Le fait de s'écarter des cadres établis d'autres banques centrales rendrait, toutefois, la

communication plus difficile, notamment dans la mesure où une telle rémunération des réserves obligatoires équivaldrait à l'introduction d'un autre taux directeur.

En résumé, le président a conclu que l'ensemble des membres du Conseil s'accordaient sur la nécessité d'agir en réponse à l'insuffisance persistante de l'inflation par rapport à l'objectif du Conseil des gouverneurs et qu'une nette majorité des membres du Conseil ont soutenu les propositions de mesures, qui se complètent et se renforcent mutuellement, comme un puissant outil capable de fournir une relance monétaire substantielle, garantissant des conditions financières très favorables et soutenant la croissance économique de la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. En conséquence, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé le besoin d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée et qu'il continuait de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer que l'inflation se rapproche durablement de son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Enfin, l'ensemble des membres du Conseil se sont accordés sur le fait que, compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et de la persistance de risques négatifs importants, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire doivent agir de manière efficace et rapide. En réponse aux risques importants liés aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, des politiques autres que la politique monétaire seraient plus efficaces et mieux adaptées pour faire face à des chocs spécifiques à certains pays. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs doit communiquer avec prudence pour ne pas générer d'anticipations irréalistes relatives aux événements que la politique monétaire est à même de gérer.

#### *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 pris les décisions de politique monétaire suivantes :

- (1) Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé de 10 points de base, à - 0,50 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal restent inchangés à, respectivement, 0,00 % et 0,25 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.
- (2) Selon la décision du Conseil des gouverneurs, les achats nets reprendront dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1<sup>er</sup> novembre. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'y avoir recours aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de

ses taux directeurs et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

- (3) Les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs 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.
- (4) Les modalités de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) seront modifiées afin de préserver des conditions de prêts bancaires favorables, d'assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et d'appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire. Le taux d'intérêt de chaque opération sera désormais fixé au niveau du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème effectuées pendant la durée de la TLTRO concernée. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt sur la durée de l'opération. La durée des opérations sera portée de deux à trois ans.
- (5) Pour soutenir la transmission bancaire de la politique monétaire, un système de rémunération des réserves à deux paliers, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt, sera mis en place.

Des communiqués de presse séparés contenant des détails supplémentaires concernant les mesures prises par le Conseil des gouverneurs seront publiés à l'issue de la conférence de presse.

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

Déclaration introductive

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.fr.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.fr.html>

<https://www.banque-france.fr/communiquede-presse/la-bce-precise-les-modalites-des-achats-dactifs-assortis-de-rendements-inferieurs-au-taux-de-la-facilite-de-depot>

[https://www.banque-france.fr/communiquede-presse/cp-bce-la-bce-annonce-des-modifications-des-nouvelles-operations-de-refinancement-plus-long-terme-ciblees-\(TLTRO-3\)](https://www.banque-france.fr/communiquede-presse/cp-bce-la-bce-annonce-des-modifications-des-nouvelles-operations-de-refinancement-plus-long-terme-ciblees-(TLTRO-3))

<https://www.banque-france.fr/communiquede-presse/la-bce-met-en-place-un-systeme-deux-paliers-pour-la-remuneration-des-excedents-de-liquidite>

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 11-12 septembre 2019

### **Membres**

M. Draghi, président  
M. de Guindos, vice-président  
M. Cœuré  
M. Costa  
M. Hernández de Cos  
M. Herodotou  
M. Holzmann  
M. Kažimír  
M. Knot  
M. Lane  
Mme Lautenschläger  
M. Makhlouf\*  
M. Mersch  
M. Müller\*  
M. Rehn  
M. Reinesch  
M. Rimšēvičs  
M. Stournaras\*  
M. Vasiliauskas  
M. Vasle  
M. Vella  
M. Villeroy de Galhau\*  
M. Visco  
M. Weidmann  
M. Wunsch

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

### **Autres participants**

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

**Personnes accompagnantes**

M. Alves  
M. Arce  
M. Aucremanne  
M. Bradeško  
Mme Buch  
M. Demarco  
Mme Donnery  
M. Gaiotti  
M. Garnier  
M. Haber  
M. Kaasik  
M. Kazāks  
M. Kuodis  
M. Kyriacou  
M. Lünemann  
M. Odór  
M. Pattipeilohy  
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. Klöckers, directeur général Relations internationales et européennes  
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire  
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques  
Mme Valla, directrice générale adjointe Politique monétaire

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 21 novembre 2019.