



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

16 janvier 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 11 et le jeudi 12 décembre 2019

.....
Christine Lagarde
Présidente de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France
En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

Évolutions sur les marchés financiers

M. Cœuré a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 23 et 24 octobre 2019, les intervenants de marché ont montré les signes d'un regain d'optimisme. Les rendements obligataires mondiaux sont restés légèrement supérieurs aux niveaux très bas observés vers la fin de l'été 2019. Les cours boursiers mondiaux se sont établis à des points hauts historiques ou à des niveaux proches. Au total, les intervenants sur les marchés financiers se sont montrés moins pessimistes et ont intégré dans leurs prévisions un renforcement moins important de l'orientation accommodante de la politique monétaire par les banques centrales que ce n'était le cas plus tôt dans l'année.

Au cours des dernières semaines, les marchés mondiaux de la dette souveraine ont été beaucoup plus calmes qu'ils ne l'avaient été avant la réunion de politique monétaire des 23 et 24 octobre, quand les perspectives d'une avancée dans les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine avaient fait augmenter les écarts de rendement entre les bons du Trésor américain à dix ans et les emprunts publics allemands à dix ans. Depuis lors, les rendements ont peu évolué, ceux des obligations souveraines allemandes à dix ans oscillant autour de – 30 points de base.

Deux raisons principales expliquent probablement pourquoi les rendements n'ont pas poursuivi leur trajectoire haussière. Premièrement, les perspectives sont demeurées moins favorables qu'au début de 2019 et il n'y a toujours pas eu d'avancée dans la résolution des deux facteurs de risque principaux auxquels l'économie mondiale est actuellement confrontée, à savoir l'imposition de droits de douane et le Brexit. Deuxièmement, l'assouplissement de la politique monétaire par les principales banques centrales, y compris la BCE, a exercé des pressions à la baisse persistantes sur les rendements.

Depuis septembre 2019, les anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans la zone euro se sont inversées, ce qui a affecté l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt à terme. Il n'y a actuellement que des anticipations limitées d'une nouvelle réduction du taux de la facilité de dépôt de la BCE au cours des douze prochains mois. Dans le même temps, la perspective d'un durcissement est également demeurée éloignée dans le futur, un premier relèvement complet de 10 points de base n'étant pas anticipé avant la fin de 2022.

M. Cœuré a également fourni des informations actualisées sur les progrès du système de rémunération des réserves à deux paliers et sur son impact. La part des quotas des banques non utilisés a fortement diminué après la mise en œuvre de la décision du Conseil des gouverneurs relative au système à deux paliers. De nombreuses banques ont été promptes à utiliser pleinement leurs quotas, en partie par le biais d'emprunts transfrontières sur les marchés monétaires, ce qui s'est également reflété dans les volumes de transactions.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

L'impact sur les taux des opérations non garanties à court terme sur le marché monétaire, tels que l'€STR, a été très limité. Les pics occasionnels de volatilité de l'€STR ont été attribués à d'autres facteurs sans lien avec le système à deux paliers. Dans le même temps, une hausse initiale notable des taux sur le marché des pensions a été observée dans certaines juridictions en réaction au lancement du système à deux paliers, mais elle n'a pas persisté.

Les cours boursiers mondiaux ont sensiblement augmenté dans le sillage de l'amélioration des perspectives d'une avancée dans les négociations commerciales. L'indice EuroStoxx 50 a augmenté de 2 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 23 et 24 octobre 2019 et l'indice S&P 500 de près de 5 %, atteignant un nouveau pic historique. À première vue, les évolutions sur les marchés boursiers et obligataires ont semblé légèrement désynchronisées. Toutefois, les marchés boursiers sont actuellement déterminés par des facteurs à court terme, notamment la récente diminution de l'aversion au risque, tandis que les anticipations de bénéfices laissent penser que les investisseurs sur les marchés tant boursiers qu'obligataires sont demeurés très prudents s'agissant des perspectives d'inflation et de croissance à moyen terme.

Les perspectives mondiales à court terme ont peut-être été encouragées par l'assouplissement significatif des conditions financières sur certains marchés émergents lié à une inversion des flux au titre des investissements de portefeuille. Depuis début 2019, les investisseurs ont recommencé à orienter des fonds vers les marchés obligataires émergents en dépit de la poursuite des tensions commerciales et d'une incertitude plus générale sur les marchés financiers.

Le taux de change effectif de l'euro a également continué de fluctuer sans réelle tendance, reflétant, entre autres, des variations très limitées vis-à-vis du dollar américain. L'exception notable à ces évolutions globalement stables du taux de change a été la livre sterling, qui a enregistré une hausse de 9 % depuis la mi-août 2019, quand le risque d'un Brexit sans accord a atteint un pic.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro.

S'agissant de l'environnement extérieur, le rythme de croissance de l'activité mondiale est demeuré faible. La projection relative au taux de croissance annuel de l'activité mondiale hors zone euro est ressortie à 2,9 % en 2019, son plus bas niveau depuis 2008-2009. Les perspectives d'évolution du PIB mondial montrent néanmoins des signes de stabilisation. Par rapport aux projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE, la croissance de l'activité mondiale a cependant été révisée à la baisse, reflétant une activité moins dynamique dans certaines économies de marché émergentes.

Les nouvelles relatives à la croissance des échanges commerciaux ont été contrastées et l'incertitude est restée élevée. Dans certaines économies émergentes, les premiers signes d'une stabilisation de la croissance sont apparus, grâce, en partie, aux mesures de soutien budgétaire. Cette évolution a cependant reflété

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'activité domestique en particulier et n'a pas nécessairement impliqué une révision à la hausse des importations. Les risques pesant sur le commerce mondial sont par conséquent également restés orientés négativement.

Les conditions financières mondiales se sont légèrement assouplies depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en octobre. En particulier, les cours boursiers mondiaux ont continué d'augmenter en lien avec l'amélioration du sentiment à l'égard du risque, sur fond de réduction des mouvements de report vers les valeurs sûres. Les prix du pétrole ont augmenté de 10,7 % depuis la réunion d'octobre en raison de tensions sur l'offre à la suite de la prolongation par l'OPEP+ des réductions de production. L'euro s'est légèrement déprécié à la fois par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux.

S'agissant de la zone euro, dans les projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume est restée pratiquement inchangée par rapport aux projections de septembre 2019 réalisées par les services de la BCE : le PIB en volume devrait augmenter de 1,1 % en 2020, de 1,4 % en 2021 et de 1,4 % en 2022. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont restés orientés négativement mais se sont légèrement atténués. Même si les perspectives de croissance sont restées modérées à court terme, une reprise modeste est attendue par la suite, reflétant l'hypothèse d'un apaisement des vents contraires au niveau mondial, ce qui permettrait aux fondamentaux soutenant la croissance de reprendre de la vigueur.

Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, les nouvelles économiques, telles que perçues par les intervenants de marché, sont devenues moins négatives. Globalement, les enquêtes menées auprès des chefs d'entreprise depuis mi-septembre suggèrent une stabilisation de la croissance de la production à des niveaux modérés. L'atonie a persisté dans le secteur manufacturier, même si l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production dans le secteur manufacturier de la zone euro, qui indiquait une contraction depuis février 2019, a enregistré un léger rebond, ressortant à 47,4 en novembre 2019. Dans le même temps, les répercussions sur le reste de l'économie sont restées contenues. Dans le secteur des services, l'indicateur du climat économique, bien qu'en recul, est resté légèrement supérieur à sa moyenne de long terme, tandis que la confiance dans la construction et le commerce de détail ainsi que la confiance des consommateurs ont continué de s'établir à des niveaux nettement supérieurs à leurs moyennes sur la période 1999-2019.

La consommation privée a continué d'être soutenue par la hausse du revenu du travail, qui est restée le principal déterminant du revenu disponible réel. À plus long terme, le revenu disponible réel et la croissance de la consommation privée devraient demeurer solides, en légère diminution cependant en raison d'un affaiblissement de la dynamique de l'emploi. Dans le même temps, un ralentissement à court terme de l'investissement dans l'immobilier résidentiel a été suggéré par différents indicateurs, notamment ceux relatifs à l'investissement résidentiel, à la confiance dans le secteur de la construction et à la production dans la construction de bâtiments. La croissance de l'investissement des entreprises devrait encore se ralentir à court terme, compte tenu du recul de la production industrielle et d'une montée de l'incertitude relative à l'activité dans le secteur manufacturier qui a contribué au report de certains investissements.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant des évolutions sur les marchés du travail de la zone euro, les indicateurs sectoriels ont fait état d'une nouvelle modération de la situation sur le marché du travail, attribuable en grande partie au secteur manufacturier. Les données des comptes nationaux pour le troisième trimestre 2019 montrent que la croissance de l'emploi est revenue à 0,1 % (en rythme trimestriel) contre 0,2 % au deuxième trimestre et 0,3 % au premier trimestre. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi a légèrement augmenté en novembre pour s'établir à 51,8, continuant d'indiquer une contraction pour le secteur manufacturier et une expansion pour les services et la construction.

Les statistiques des comptes nationaux ont confirmé l'atonie persistante des exportations de biens et de services de la zone euro au troisième trimestre 2019. Les exportations de biens hors zone euro ont été stables, la contribution négative de l'Asie étant contrebalancée par la contribution positive des États-Unis, tandis que les échanges commerciaux intra-zone euro se sont avérés plus faibles, notamment s'agissant des biens intermédiaires.

En ce qui concerne l'évolution des prix, selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH est passée de 0,7 % en octobre à 1,0 % en novembre, reflétant principalement une hausse plus marquée des prix des services et des produits alimentaires. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est accélérée, passant de 1,1 % en octobre à 1,3 % en novembre. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées dans l'ensemble, en dépit de signes d'une légère hausse, conformément aux projections précédentes.

Les projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,1 % en 2020, de 1,4 % en 2021 et de 1,6 % en 2022, atteignant 1,7 % à la fin de l'horizon de projection. Les projections relatives à l'inflation totale ainsi qu'à l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie sont globalement inchangées. Cette stabilité reflète l'interaction entre, d'une part, les tensions à la hausse résultant d'un affaiblissement du taux de change et d'un renchérissement du pétrole et, d'autre part, la baisse des prix à l'échelle mondiale ainsi que la prudence des services de l'Eurosystème dans leur analyse de la dynamique des prix intérieurs.

De plus, certains indicateurs de l'inflation sous-jacente ont également été fortement influencés par les effets statistiques liés aux prix des voyages organisés dans la plus grande économie de la zone euro. Certains indicateurs qui excluent cette composante suggèrent une pente haussière très graduelle mais notable de la trajectoire de l'inflation sous-jacente au cours des dernières années. Les autres mesures, en revanche, font état d'une trajectoire haussière moins probante. En outre, comme l'inflation mesurée par l'IPCH ne reflète que partiellement l'évolution des coûts liés au logement, les mesures de l'inflation seraient probablement plus élevées actuellement si le coût des logements occupés par leur propriétaire était pris en compte.

La hausse des salaires a bien résisté mais l'accentuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre a été largement absorbée par les marges bénéficiaires. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué au troisième trimestre 2019, revenant à 2,1 % après 2,2 % au deuxième trimestre et 2,3 % au premier trimestre, mais elle est cependant demeurée proche de sa moyenne de long terme (2,1 %) et nettement supérieure à son point bas de 1,1 % enregistré au deuxième trimestre 2016. Dans le même temps, après

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

s'être considérablement affaiblie en 2018 sous l'effet du ralentissement de l'activité économique, la croissance des marges bénéficiaires a amorcé une timide reprise, demeurant toutefois négative au troisième trimestre 2019. Le récent ralentissement de la demande étrangère et de la demande intérieure a touché en particulier l'activité dans le secteur industriel, où la croissance des bénéfices unitaires est fortement corrélée au cycle d'activité, et dans une moindre mesure l'activité dans le secteur des services, où cette corrélation tend à être un peu moins forte.

Les estimations ponctuelles moyennes des anticipations d'inflation à plus long terme formulées dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels ont diminué à chaque trimestre de 2019, s'établissant à 1,67 % au quatrième trimestre de l'année, contre 1,88 % au dernier trimestre 2018. Les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à moyen et long terme pour la zone euro sont demeurés à des niveaux faibles. Comme d'autres indicateurs, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, qui s'inscrit actuellement à 1,24 %, a continué d'osciller légèrement au-dessus du point bas historique (1,12 %) qu'il avait atteint début octobre 2019.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est encore déplacée vers le haut depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre, reflétant un sentiment globalement favorable à l'égard du risque grâce aux négociations commerciales prometteuses entre les États-Unis et la Chine et aux premiers signes d'une stabilisation des perspectives macroéconomiques. La courbe des taux à terme n'a subi qu'une légère inversion, son point bas se situant désormais un peu au-dessus de - 0,5 %. Les primes de terme étant, d'après les estimations, proches de zéro – en hausse par rapport aux niveaux précédemment négatifs – les anticipations relatives à la politique monétaire à proprement parler se sont déplacées dans une moindre mesure que ne le suggère la courbe des taux à terme. Dans le même temps, l'impact estimé du programme d'achats d'actifs (APP) sur la compression des primes de terme sur les obligations souveraines à dix ans est demeuré important.

Les prix des actions de la zone euro ont encore augmenté pour les sociétés non financières depuis la réunion de politique monétaire d'octobre, tandis qu'ils sont demeurés largement inchangés pour les sociétés financières. D'après un modèle d'actualisation des dividendes, la hausse des prix des actions des sociétés non financières dans la zone euro résulte principalement de la baisse de la prime de risque sur actions en raison de la perception d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial. Cette évolution a été atténuée par la poursuite de la baisse des anticipations de bénéfices à plus long terme, qui ont toutefois montré des signes de stabilisation.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) s'est établi à 5,6 % en octobre. Son évolution est presque entièrement due à la croissance de M1, le moindre coût d'opportunité de la détention d'actifs monétaires constituant le principal facteur de soutien à la croissance robuste de la monnaie au sens large. S'agissant des contreparties, les concours au secteur privé n'ont représenté que la moitié environ de la création de monnaie au sens large, les flux monétaires extérieurs nets représentant l'autre moitié.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les volumes de prêts ont poursuivi leur croissance à un rythme soutenu. En octobre, le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux sociétés non financières a été légèrement inférieur à 4 %, tandis que celui des crédits aux ménages a atteint 3,5 % en octobre, avec des différences entre les pays. Les mesures de politique monétaire de la BCE ont continué de se transmettre aux taux débiteurs bancaires. Le taux d'intérêt composite sur les prêts aux sociétés non financières dans la zone euro s'est stabilisé à 1,56 % en octobre, tandis que celui sur les prêts au logement consentis aux ménages s'est établi au point bas historique de 1,44 %.

Si le financement par les dépôts bancaires, en particulier les dépôts des particuliers, reste à une valeur plancher de zéro, la distribution des taux appliqués aux dépôts des sociétés non financières a cependant continué d'évoluer en territoire négatif en octobre 2019. Dans le même temps, la pression sur les marges a été contrebalancée par les évolutions favorables des rendements obligataires bancaires, malgré de récentes hausses. En outre, en dépit de la réduction des revenus d'intérêts nets perçus par les banques par unité d'actifs détenus, la croissance robuste des volumes d'intermédiation témoigne d'un élargissement de l'assiette pour la création de revenus. De plus, le système de réserves à deux paliers devrait réduire pour les banques le coût de la détention d'un excédent de liquidité.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait être expansionniste en 2019-2021, ce qui devrait soutenir les conditions de la demande, puis être globalement neutre en 2022. L'expansion budgétaire repose surtout sur une réduction de la fiscalité directe et sur une augmentation des transferts sociaux. Dans la zone euro, selon les estimations, la diminution des paiements d'intérêts contrebalancerait pour moitié environ l'effet de l'assouplissement budgétaire.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que les données disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire indiquaient une poursuite de la dynamique de croissance faible, mais en cours de stabilisation, dans la zone euro. L'atonie actuelle des échanges commerciaux internationaux dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes, associées à des facteurs domestiques spécifiques aux secteurs, continue de peser sur le secteur manufacturier de la zone euro et freine l'investissement. La consommation privée continue de bien résister dans un contexte de hausse des salaires et d'évolutions favorables – mais en voie de modération – sur le marché du travail. D'après les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, la hausse du PIB en volume devrait passer de 1,1 % en 2020 (après légère révision à la baisse) à 1,4 % en 2021 comme en 2022.

Bien que les risques pesant sur les perspectives de croissance demeurent orientés négativement en raison de facteurs géopolitiques, du protectionnisme croissant et des vulnérabilités sur les marchés émergents, ils sont devenus un peu moins prononcés.

Les conditions d'octroi de crédits bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de s'améliorer, sous l'effet de la poursuite d'une forte transmission de la politique monétaire. De plus, les prix des actions ont

augmenté en lien avec l'amélioration du sentiment des marchés et le taux de change de la zone euro s'est légèrement déprécié.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées, en dépit de signes d'une légère hausse, ce qui est conforme aux précédentes projections. Les indicateurs extraits des instruments de marché et ceux tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation sont demeurés à leurs points bas historiques, ou proches de ces niveaux. La croissance robuste et généralisée des salaires devrait se poursuivre, le profil de redressement progressif de l'inflation demeurant largement inchangé par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE. D'après les projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation devrait passer de 1,2 % en moyenne en 2019 à 1,6 % en moyenne en 2022, et atteindre 1,7 % à la fin de l'horizon de projection.

Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs a constaté que les perspectives d'inflation étaient toujours inférieures à son objectif à moyen terme, et que les anticipations d'inflation demeuraient faibles. D'importantes mesures ont été prises pour favoriser la hausse de l'inflation vers l'objectif à moyen terme. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs suivra attentivement l'évolution de l'inflation et l'incidence de la mise en œuvre des mesures de politique monétaire sur l'économie. Sa *forward guidance* renforcée permettra un ajustement des conditions financières par rapport aux évolutions des perspectives d'inflation.

Dans ce contexte, 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 les réinvestissements.

Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs devra, dans sa communication, souligner 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 se sont largement accordés sur l'évaluation des perspectives relatives 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 en octobre font état d'une faiblesse persistante de la croissance dans la zone euro, même si l'on observe quelques signes de stabilisation. L'atonie actuelle des échanges commerciaux dans un contexte d'incertitudes mondiales persistantes continue de peser sur le secteur manufacturier de la zone euro et freine la croissance de l'investissement. Dans le même temps, les secteurs des services et de la construction sont restés résilients, en dépit d'une certaine modération récente, la croissance de l'emploi et la hausse des salaires ayant continué de soutenir l'économie de la zone euro. Ce scénario ressort globalement des projections de décembre 2019 établies par les services de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'Eurosystème. Les perspectives de croissance du PIB en volume ont été légèrement révisées à la baisse pour 2020 par rapport aux projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE.

S'agissant des évolutions de l'environnement extérieur, il a été noté que les perspectives mondiales restaient faibles, avec une nouvelle révision à la baisse des perspectives relatives à la croissance et aux échanges commerciaux au niveau mondial dans les projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème. En effet, les dernières projections tablent désormais sur une croissance du commerce mondial hors zone euro inférieure à 1 % en 2020, contre une hausse de plus de 2 % dans les projections de septembre 2019 établies par les services de la BCE.

Les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur l'environnement extérieur restaient globalement orientés à la baisse, en raison de facteurs géopolitiques, de la montée du protectionnisme et des vulnérabilités sur les marchés émergents, en faisant référence à la persistance des incertitudes liées aux tensions commerciales et à la sortie du Royaume-Uni de l'UE. Dans le même temps, il a été suggéré que le climat des affaires aux États-Unis semblait être récemment devenu plus optimiste à la suite de certaines indications d'une atténuation des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Les évolutions positives sur les marchés financiers ont peut-être reflété l'hypothèse selon laquelle une aggravation des conflits commerciaux au cours de l'année à venir était devenue moins probable. Toutefois, il a également été avancé que la situation géopolitique mondiale n'était pas propice à une réduction de l'incertitude, du moins à court terme, en faisant également référence aux évolutions de l'Organisation mondiale du commerce qui pourraient compromettre son fonctionnement pendant un certain temps. Les préoccupations relatives aux risques pesant sur les échanges commerciaux sont également liées à la nature très complexe des chaînes d'approvisionnement mondiales. Il a été souligné que des mesures visant à restaurer la confiance et à réduire l'incertitude étaient nécessaires au regard des tensions géopolitiques et des conflits commerciaux.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que les données économiques et les résultats d'enquête récents, tout en demeurant globalement faibles, contenaient également des signes plus positifs, indices d'une stabilisation de la croissance de la zone euro. La croissance du PIB en volume a été confirmée à 0,2 %, en rythme trimestriel, au troisième trimestre 2019, sans changement par rapport au trimestre précédent. Dans la plus grande économie de la zone euro et dans la zone euro considérée globalement, l'activité réelle a été plus forte que prévu au troisième trimestre. Outre certaines évolutions positives des dernières données d'enquêtes, l'indice de surprise économique de Citigroup a affiché une tendance haussière et était près d'atteindre des valeurs positives ces dernières semaines, tandis que selon les estimations de divers modèles, la probabilité de récession a sensiblement diminué.

En ce qui concerne le risque de répercussions défavorables de la faiblesse persistante du secteur manufacturier sur le climat des affaires et l'activité dans d'autres secteurs de l'économie, il semble que la production industrielle pourrait atteindre un point bas avant que ces répercussions ne se généralisent davantage. Dans le même temps, même si l'activité dans le secteur des services a résisté jusqu'à présent, il a été avancé qu'il convenait de rester prudent compte tenu du risque de répercussions dans les différents pays.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Lors de la discussion relative aux projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, il a été souligné qu'il s'agissait du premier exercice de projection depuis un certain temps dans lequel les perspectives de croissance de la zone euro n'avaient pas été sensiblement révisées à la baisse. Ces projections pourraient être interprétées comme une confirmation de l'analyse de l'exercice de projection précédent et un renforcement de la confiance du Conseil des gouverneurs dans le scénario de référence. Parallèlement, il a été admis que la révision à la baisse de la demande extérieure sur l'horizon de projection avait été compensée par la perspective d'un renforcement de la demande intérieure, qui a bénéficié d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire introduit en septembre et de mesures de relance budgétaire supplémentaires. Il a été souligné que le vaste ensemble de mesures adoptées en septembre par le Conseil des gouverneurs soutenait l'expansion de l'activité dans la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, par conséquent, la convergence durable de l'inflation vers son objectif à moyen terme. Toutefois, il a également été souligné que, pour que les effets bénéfiques des mesures de politique monétaire de la BCE puissent se faire sentir pleinement, d'autres pans de la politique économique doivent apporter une contribution décisive au rehaussement du potentiel de croissance à plus long terme, au soutien de la demande globale à l'heure actuelle et à la réduction des vulnérabilités.

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, ont été évalués comme demeurant orientés négativement, mais comme s'étant légèrement atténués.

En ce qui concerne les politiques de finances publiques, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro en 2020 est vue comme soutenant dans une certaine mesure l'activité économique. Toutefois, compte tenu des médiocres perspectives économiques, les membres du Conseil ont salué l'appel de l'Eurogroupe en faveur de réponses budgétaires différenciées et le fait qu'il se tenait prêt à jouer un rôle de coordonnateur. Il a été souligné que les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient se tenir prêts à agir de manière efficace et rapide, tandis que dans les pays où la dette publique est élevée, ils devraient poursuivre des politiques prudentes et atteindre les objectifs de solde structurel. Cela devrait permettre de créer les conditions nécessaires au libre jeu des stabilisateurs automatiques. De plus, tous les pays doivent redoubler d'efforts afin de parvenir à 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 l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,0 % en novembre 2019, contre 0,7 % en octobre, en raison principalement d'une plus forte hausse des prix des services et des produits alimentaires. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait s'accélérer légèrement pendant les prochains mois. Bien que les mesures de l'inflation sous-jacente soient restées globalement modérées, on a observé des signes de légère augmentation, conformément aux anticipations antérieures. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées sous l'effet d'un renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance a retardé leur transmission à l'inflation. À moyen terme,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'inflation devrait s'accroître, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, par la poursuite de l'expansion économique et par la croissance robuste des salaires.

Cette évaluation s'est aussi largement reflétée dans les projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème. Par rapport aux projections de septembre 2019 réalisées par les services de la BCE, les perspectives de l'inflation mesurée par l'IPCH ont été revues légèrement à la hausse pour 2020 et légèrement à la baisse pour 2021, essentiellement en raison des prévisions relatives à la trajectoire future des prix de l'énergie.

Dans leur analyse des perspectives d'inflation figurant dans les projections macroéconomiques de décembre 2019, les membres du Conseil ont reconnu l'absence de révisions importantes et considéré que les dernières projections ont fourni une confirmation globale de la trajectoire de l'inflation des exercices de projection précédents. Il a été noté que, hormis la volatilité des prix des voyages organisés dans la plus grande économie de la zone euro, l'inflation sous-jacente a enregistré une solide remontée, soutenue par des niveaux élevés d'utilisation des capacités de production, une hausse des prix des matières premières énergétiques et des tensions sur les marchés du travail. Il a également été observé que les services de l'Eurosystème avaient adopté une approche plus prudente quant aux évolutions des marges bénéficiaires sur l'horizon de projection, qui sont désormais supposées se redresser plus progressivement, tandis que l'estimation de l'incidence des mesures de politique monétaire de la BCE sur la croissance et l'inflation contenues dans les projections de décembre 2019 a été jugée assez prudente par rapport à plusieurs estimations provenant de différents modèles.

Toutefois, les membres du Conseil ont également noté que même si les dernières projections en matière d'inflation n'ont pas été de nouveau revues à la baisse, les perspectives d'inflation ont subi auparavant de fortes révisions à la baisse au cours de l'année écoulée. La hausse de l'IPCH en 2021 ne devrait être que de 1,4 % dans l'exercice de projection actuel, contre 1,8 % dans les projections de décembre 2018. De plus, il a été remarqué que les erreurs antérieures de prévision de l'inflation ne s'expliquaient pas totalement par des facteurs domestiques et internationaux et il a été suggéré de poursuivre les efforts pour tenter de mieux comprendre les raisons de la faiblesse inexplicée de l'inflation.

S'agissant de l'incidence du coût des logements occupés par leurs propriétaires sur les mesures de l'inflation, il a été remarqué que si l'effet de ce facteur est généralement procyclique et accroît la volatilité de l'inflation, il peut aussi contribuer à expliquer la perception d'une inflation plus élevée dans les pays où les évolutions du marché de l'immobilier résidentiel ont été relativement fortes.

La prise en compte dans les exercices de projection des politiques liées au climat, notamment le pacte vert de la Commission européenne, a également donné lieu à des discussions, certains membres du Conseil soutenant qu'il était nécessaire d'intensifier les efforts pour comprendre les conséquences économiques du changement climatique. Il a été souligné que, si l'on pouvait s'attendre à ce que les politiques destinées à atténuer les effets du changement climatique aient un impact sur la croissance et l'inflation dans les années à venir, les implications pour les projections devaient faire l'objet d'une analyse attentive. En particulier, il a été affirmé que, même si ces politiques pourraient être considérées comme des chocs d'offre négatifs, la réaction

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

au changement climatique pourrait également entraîner une forte hausse de l'investissement, alors que l'effet sur le pétrole et les prix de l'énergie est incertain.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont noté que, bien que les mesures des anticipations à plus long terme extraites des instruments de marché se soient stabilisées, les mesures de politique monétaire adoptées en septembre par la BCE n'avaient pas encore eu d'effets positifs visibles, les anticipations d'inflation à plus long terme continuant de s'établir à des niveaux historiquement bas et nettement inférieurs à l'objectif d'inflation de la BCE. En termes de mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établit actuellement à 1,24 %, tandis qu'en termes de mesures tirées d'enquêtes, les anticipations d'inflation à plus long terme s'inscrivent à 1,7 % pour le quatrième trimestre 2019 dans l'Enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP). Il a toutefois été indiqué que l'essentiel de l'écart entre les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes et celles extraites des instruments de marché disparaissait lorsqu'on les corrigeait des estimations des primes de liquidité et de risque, et que le risque de déflation était faible. En outre, il a été souligné que les estimations ponctuelles fournies par les participants à l'EPP demeuraient à des niveaux conformes à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs et que, selon la plupart des indicateurs disponibles, le degré d'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme était récemment demeuré inchangé. Dans le même temps, les baisses antérieures de nombreux indicateurs suggéraient qu'un suivi attentif était nécessaire.

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. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large reflètent la poursuite de la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments inclus dans M3. La poursuite de la croissance robuste de la monnaie a également été vue comme une indication de la transmission en cours de la politique monétaire, étant donné que les agrégats monétaires ont continué de croître malgré une pause dans les achats nets d'actifs entre le début de l'année et leur reprise, le 1^{er} novembre.

La croissance solide des prêts aux entreprises et aux ménages a bénéficié de l'amélioration continue des conditions d'octroi de crédits bancaires, ce qui a été considéré comme un signe de la transmission en cours de l'orientation accommodante de la politique monétaire aux conditions d'emprunt pour l'économie réelle. L'orientation accommodante de la politique monétaire a été considérée comme préservant des conditions très favorables d'octroi de crédits bancaires et continuant de soutenir l'accès au financement dans tous les secteurs économiques. Le canal du crédit bancaire de la politique monétaire a été jugé comme fonctionnant bien, comme le montrent également l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et le fait que les conditions de financement favorables sur les marchés continuent de se traduire par un assouplissement des conditions d'emprunt des entreprises et des ménages.

Dans le même temps, une certaine hétérogénéité a été visible d'un pays à l'autre dans la transmission des taux débiteurs, la pression concurrentielle dans le secteur bancaire étant différente selon les pays. De même, il a été noté que la mesure dans laquelle les banques transmettaient la politique monétaire de la BCE aux taux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

des dépôts bancaires variait considérablement. Cela a été perçu comme tenant aux différences en termes de cadres juridiques, de pratiques de marché, de besoins de financement et de pression concurrentielle entre les différents pays de la zone euro. De plus, il a été considéré que les implications potentielles en termes de stabilité financière liées à l'environnement de politique monétaire actuel méritaient un suivi attentif.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à suivre

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 données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, fin octobre, continuent d'indiquer une faiblesse de la croissance dans la zone euro, malgré de premiers signes de stabilisation du ralentissement de la croissance. Les évolutions de l'inflation sont globalement demeurées atones, malgré des signes de légère hausse des mesures de l'inflation sous-jacente, conformément aux précédentes anticipations.

Les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans le fait que les mesures de politique monétaire fourniraient la relance monétaire nécessaire pour soutenir la stabilisation de la croissance économique – en compensant dans une large mesure l'effet négatif des facteurs mondiaux – et le redressement de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Les mesures de politique monétaire adoptées en septembre ont contribué à un assouplissement globalement important des conditions financières, préservant une grande part de l'assouplissement lié aux effets d'anticipations depuis l'été. Les perceptions du recul des incertitudes, essentiellement liées au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, ont conduit à un mouvement haussier des taux d'intérêt et des rendements sans risque sur les marchés des obligations d'entreprise et des obligations souveraines depuis la réunion de politique monétaire d'octobre. Le sentiment plus positif des marchés a également soutenu les prix des actions et l'euro s'est légèrement déprécié.

Il a été souligné que l'ajustement à la hausse de la courbe des rendements observé depuis septembre a montré que les marchés réagissaient aux évolutions des données, des perspectives et des risques, conformément à la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs contingente à la situation économique. Cela va à l'encontre des perceptions de circularité entre anticipations de marché et décisions de politique monétaire de la BCE. Dans le même temps, il a été noté que les taux d'intérêt réels demeuraient très bas sur l'ensemble des échéances, ce qui a été interprété comme la confirmation de l'efficacité des mesures de politique monétaire adoptées par la BCE pour soutenir des conditions de financement très favorables. La poursuite de la transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire, avec le renforcement de la dynamique des prêts et la baisse des taux débiteurs bancaires a également été soulignée. Cela soutient le financement de la consommation et de l'investissement des ménages et des entreprises.

Il a été remarqué que l'introduction du système de rémunération des réserves à deux paliers s'était parfaitement déroulée et avait fonctionné comme prévu. Ce système a supprimé, pour les banques, une partie des coûts liés à la détention d'un excédent de liquidité, tout en préservant le bas niveau des taux sur le marché monétaire. Il a également encouragé une activité supplémentaire d'emprunt et de prêt sur le marché monétaire, notamment les opérations transfrontières, ce qui s'est traduit par une distribution plus homogène

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

de la liquidité entre les pays, comme le montre également la diminution des soldes TARGET2. Dans le même temps, il a été indiqué que les négociations transfrontières induites par le système à paliers ont été presque entièrement fondées sur des opérations garanties sur le marché monétaire, tandis que les opérations non garanties étaient restées largement nationales. Cela semble indiquer que le marché monétaire de la zone euro a continué d'afficher un certain degré de fragmentation.

Bien qu'il soit apparu que le tirage de l'opération en cours, dans le cadre de la nouvelle série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III), serait légèrement plus faible que prévu, il a été jugé comme contribuant à préserver des conditions de prêts bancaires favorables. Cette baisse du tirage a été attribuée à la volonté des banques de réduire autant que possible les expositions vers la fin de l'année et à la meilleure distribution de la liquidité par le biais des marchés monétaires résultant du système à paliers de rémunération des réserves. Il a été rappelé que le tirage de la présente opération ne devait pas faire l'objet d'une surinterprétation, mais qu'il faudrait l'évaluer en prenant en compte les tirages des futures opérations, et que la réussite globale des TLTRO III ne pourrait être jugée qu'à la fin du programme.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont largement accordés sur la proposition de M. Lane de laisser inchangée l'orientation de la politique monétaire, le maintien du cap de la politique monétaire étant justifié. Cela implique donc de réaffirmer les indications fournies par le Conseil des gouverneurs sur la trajectoire future des taux directeurs, les achats nets d'actifs et le réinvestissement des remboursements au titre du principal. Le degré actuel de relance monétaire est apparu comme pleinement approprié, apportant un soutien substantiel à la croissance et aux évolutions de l'inflation. Même s'il est nécessaire de faire preuve de vigilance quant à l'efficacité des mesures de politique monétaire et au caractère approprié de l'orientation de la politique monétaire, il a été souligné qu'il convenait d'accorder aux mesures le temps d'exercer pleinement leurs effets sur l'économie de la zone euro.

Confrontés à des perspectives d'inflation atones, largement inchangées depuis septembre, les membres du Conseil ont réaffirmé la nécessité d'une orientation extrêmement accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée. L'inflation projetée a globalement été jugée comme demeurant relativement éloignée de l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs, tandis que les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont stagné à des niveaux historiquement bas et que les risques orientés négativement ont continué de peser sur les perspectives de croissance, bien que s'étant légèrement atténués. Dans cet environnement, la politique monétaire doit rester très expansionniste. Les membres du Conseil ont souligné le rôle capital que joue la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs dans la fourniture de soutien monétaire, le renforcement des indications fondées sur la situation économique décidé lors de la réunion de politique monétaire de septembre étant vu comme apportant une certaine « stabilisation automatique » en réponse aux évolutions des conditions macroéconomiques. Lier plus clairement la trajectoire probable des taux d'intérêt directeurs aux perspectives d'inflation devrait permettre aux conditions financières de s'ajuster aux évolutions de l'économie et aux prévisions d'inflation.

Pour l'avenir, un large consensus s'est dégagé sur la nécessité de suivre attentivement les données disponibles et l'évolution des risques, tout en continuant à évaluer la répercussion des mesures de politique monétaire de septembre. Dans tous les cas, il demeure primordial pour le Conseil des gouverneurs de se tenir

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

prêt à agir en ajustant l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer un rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à l'engagement du Conseil en faveur de la symétrie.

Dans le même temps, certains membres du Conseil ont souligné la nécessité de rester vigilants face aux possibles effets secondaires des mesures de politique monétaire actuelles, qui requièrent une surveillance étroite au cours de la période à venir. Il a été suggéré qu'il convenait de suivre attentivement l'impact de la liquidité créée par l'Eurosystème sur l'intermédiation bancaire et les marchés d'actifs – les actions, le logement et l'immobilier – ainsi que sur les sorties de capitaux en quête de rendement à l'extérieur de l'Europe. Des inquiétudes ont également été exprimées au sujet de l'impact potentiel des taux d'intérêt négatifs sur les ménages de la zone euro, les dynamiques de l'épargne et de la consommation nécessitant elles aussi un suivi attentif.

Néanmoins, la confiance a été exprimée dans le fait que les taux directeurs n'avaient pas encore atteint le « taux de retournement ». Jusqu'à présent, de nombreuses données montrent que les conditions de crédit dans la zone euro ont continué de s'améliorer, la hausse des volumes de crédit et la baisse des taux d'emprunt des entreprises et des ménages soutenant leur consommation et leurs projets d'investissement. En outre, si l'environnement de taux d'intérêt négatifs a pesé sur les revenus d'intérêts nets des banques, les effets globaux sur la rentabilité bancaire sont demeurés positifs. Cela est lié en particulier aux plus-values réalisées par les banques lors des cessions de titres à l'Eurosystème et à une diminution des provisions pour dépréciation des créances, l'environnement macroéconomique global s'étant amélioré pour partie en raison de l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Dans ce contexte, il a été rappelé que les politiques macroprudentielles représentaient la première ligne de défense pour faire face aux risques et aux effets secondaires, car elles peuvent être adaptées aux problèmes identifiés. Dans une certaine mesure, la mise en œuvre de la politique monétaire peut également être ajustée pour réduire les effets secondaires non souhaités, l'introduction du système à deux paliers pour la rémunération des réserves excédentaires étant jugé comme un bon exemple.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Lane dans son introduction. Il faut souligner que, dans l'ensemble, les données disponibles restent fragiles, mais signalent une certaine stabilisation de l'économie de la zone euro. Il convient de mettre l'accent sur le fait que les risques demeurent orientés négativement, même s'ils sont désormais légèrement moins prononcés. S'agissant de la politique monétaire, la nécessité de faire preuve de patience et de persévérance doit être soulignée. D'une part, il convient d'attirer l'attention sur le fait que les mesures décidées en septembre ont été efficaces et atteignent l'économie, même s'il faut plus de temps pour que leurs effets se répercutent pleinement sur les résultats économiques. D'autre part, il convient de souligner que le scénario de référence pour la croissance et l'inflation continue de reposer sur une orientation très accommodante de la politique monétaire sur une période prolongée. Par conséquent, il est nécessaire de faire preuve de constance en matière de communication afin de préserver les conditions financières très favorables en vue de permettre une convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

De même, il a été considéré que le Conseil des gouverneurs devait réaffirmer son engagement à atteindre son objectif d'inflation. À cet égard, le rôle important de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs contingente à la situation économique doit être souligné, car il se peut qu'il n'ait pas été apprécié pleinement par les intervenants de marché et les observateurs de la BCE. Il convient de noter que la formulation de la *forward guidance* – en établissant un lien étroit entre la trajectoire future indicative des taux directeurs et des perspectives d'inflation suffisamment proches de, mais inférieures à 2 %, et une hausse cohérente de l'inflation sous-jacente observée – garantit que les conditions financières s'ajusteront aux évolutions des perspectives d'inflation.

Dans le même temps, il a été jugé important de souligner que le Conseil des gouverneurs était attentif aux potentiels effets secondaires de ses mesures de politique monétaire. Même si la configuration actuelle de la politique monétaire est tout à fait appropriée, il convient de souligner que l'analyse et le suivi des effets secondaires font partie intégrante de l'évaluation en cours de la politique monétaire par le Conseil des gouverneurs.

En outre, il est nécessaire de rappeler que d'autres décideurs de politique économique doivent apporter une contribution plus décisive à la relance de l'économie de la zone euro, permettant une poursuite de la stabilisation et le renforcement de la confiance, ainsi qu'une atténuation des incertitudes liées aux tensions commerciales et géopolitiques qui représentent un frein à une croissance plus dynamique de l'économie. En particulier, la politique budgétaire, notamment celle des États disposant d'une marge de manœuvre budgétaire, doit jouer un rôle plus important dans la stabilisation de la situation économique au regard de l'affaiblissement des perspectives économiques. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a salué l'appel lancé récemment par l'Eurogroupe en faveur de réponses budgétaires différenciées et le fait qu'il se tenait prêt à jouer un rôle de coordonnateur.

Enfin, il a également été proposé de communiquer sur les grandes lignes de la prochaine revue stratégique, notamment sur le calendrier indicatif, même s'il a généralement été jugé souhaitable d'éviter les discussions publiques ayant trait à la stratégie avant la date envisagée pour le lancement de cette revue par le Conseil des gouverneurs début 2020.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a décidé que le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et – 0,50 %.

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Le 1^{er} novembre les achats nets ont repris dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) du Conseil des gouverneurs 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 qu'il ne commence à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que 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/2019/html/ecb.is191212~c9e1a6ab3e.fr.html>

Communiqué de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp191212~06d84240ae.fr.html>

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

Membres

Mme Lagarde, présidente
M. de Guindos, vice-président
M. Cœuré
M. Costa
M. Hernández de Cos
M. Herodotou*
M. Holzmann
M. Kažimír
M. Knot
M. Lane
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 décembre 2019 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président de la Commission**
M. Teixeira, secrétaire, directeur général Secrétariat
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques
M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Arce
M. Aucremanne
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 du président
Mme Holthausen, directrice générale adjointe 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 20 février 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.