

25 juin 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 3 et le jeudi 4 juin 2020

.....  
**Christine Lagarde**

Présidente de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

## **1. Examen des évolutions financières, économiques et monétaires et options possibles de politique monétaire**

### *Évolutions sur les marchés financiers*

Mme Schnabel a procédé à l'examen des évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 29 et 30 avril 2020. Trois conclusions essentielles ont pu être tirées sur la base des évolutions récentes des marchés.

Premièrement, les mesures de politique monétaire de la BCE, conjuguées à la proposition franco-allemande de création d'un fonds de relance, par la suite largement reprise dans le programme proposé par la Commission européenne, a réduit les risques baissiers extrêmes pour la zone euro. Une baisse du nombre d'infections au coronavirus (COVID-19) et de nouvelles mesures de relance budgétaire de grande ampleur dans les autres économies avancées ont renforcé l'amélioration du sentiment.

Deuxièmement, la baisse généralisée de la prime de risque due à ces évolutions a compensé l'effet de durcissement exercé par la dégradation des fondamentaux macroéconomiques. Si les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro ont, jusqu'à récemment, été globalement compatibles avec la perspective d'un redressement rapide de l'économie, les anticipations ont été progressivement révisées à la baisse.

Troisièmement, et par conséquent, le dernier assouplissement des conditions financières dans la zone euro a en partie reposé sur la contribution des politiques monétaire et budgétaire à l'atténuation des risques de fragmentation entre les marchés et les juridictions.

L'indicateur composite de tensions systémiques de la BCE est cohérent avec ces conclusions d'ensemble. Il indique que les tensions systémiques ont continué de diminuer de manière régulière pour un éventail de marchés financiers, tout en restant à un niveau élevé par rapport à la période qui a précédé la pandémie de coronavirus tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. La volatilité mondiale s'est également atténuée sur différents compartiments de marché, notamment en raison du filet de sécurité effectif fourni par les banques centrales dans le monde entier.

Dans ce contexte, les conditions globales de financement sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro se sont encore assouplies, comme le montre le déplacement vers le bas de la courbe des rendements souverains pondérés du PIB de la zone euro, qui demeure toutefois au-dessus de son niveau d'avant la crise.

Les données empiriques suggèrent que la politique monétaire a largement contribué à la baisse des rendements obligataires depuis l'annonce du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Le PEPP a contrebalancé la pression à la hausse sur les rendements obligataires résultant de l'augmentation du ratio de flottant (c'est-à-dire la part d'obligations détenue par les investisseurs sensibles au prix en fonction de l'offre totale d'obligations) induite par la crise. Compte tenu de la segmentation actuelle des marchés, la politique

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

monétaire doit agir de manière plus ciblée et plus flexible afin de préserver sa transmission à l'ensemble de la zone euro. Les évolutions budgétaires et en particulier l'annonce d'une réponse budgétaire européenne plus ambitieuse face à la crise, ont renforcé l'efficacité des mesures de la BCE. Par conséquent, les politiques budgétaire et monétaire dans la zone euro ont commencé à exercer des effets complémentaires, permettant ainsi de contenir efficacement les risques extrêmes.

La pression à la baisse sur les rendements des obligations souveraines a également contribué à assouplir les conditions de financement sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro, bien qu'elles soient demeurées elles aussi relativement restrictives par rapport à la période d'avant la pandémie. Le rythme exceptionnellement élevé des émissions brutes sur le marché des obligations d'entreprises bien notées ne s'est pas ralenti, ce qui met en évidence les besoins de financement toujours élevés des entreprises, même avec l'assouplissement progressif des mesures de confinement. La politique monétaire de la BCE apporte un soutien considérable aux marchés des titres de créance sur les entreprises, notamment celui du *commercial paper*, facilitant ainsi la gestion par les entreprises de leurs besoins de trésorerie. Après avoir atteint un pic, les taux du *commercial paper* bien noté du secteur financier ont nettement baissé ces dernières semaines, tandis que ceux du *commercial paper* non financier se sont stabilisés. La présence de la BCE sur le marché du *commercial paper* a aidé les entreprises à réduire leurs risques de refinancement, ce qui a ensuite contribué à une hausse des émissions de titres à long terme.

Les améliorations relatives aux conditions de financement par endettement pour les entreprises se sont accompagnées d'une amélioration de la situation sur les marchés boursiers. Les principaux indices mondiaux ont affiché des hausses substantielles depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, contrebalançant encore une part importante des pertes enregistrées au début de la pandémie de coronavirus. La baisse observée depuis début 2020 reste la plus élevée dans la zone euro, mais plus récemment, l'indice EuroStoxx a affiché une performance supérieure à celle des autres marchés, à la suite de la proposition franco-allemande de création d'un fonds de relance. Depuis l'annonce de cette initiative, le 18 mai 2020, l'indice EuroStoxx a augmenté de 13 %, contre 8 % pour l'indice S&P 500, principalement en raison d'un nouveau recul de la prime de risque sur actions. Cet assouplissement a, toutefois, été partiellement contrebalancé par une dégradation des anticipations de croissance des bénéfices à moyen et long terme, en phase avec une modification des anticipations allant dans le sens d'un impact plus durable de la crise.

#### *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.

L'environnement extérieur s'est caractérisé par un fort ralentissement de l'activité et du commerce mondial, qui a entraîné une réduction de la demande étrangère adressée à la zone euro. Les données disponibles confirment que l'économie mondiale est entrée dans une récession sans précédent au premier semestre de l'année. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a accentué

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

son recul du premier trimestre, revenant à un niveau historiquement bas en avril avant de légèrement se redresser en mai. Le ralentissement du commerce mondial devrait être encore plus sévère que la contraction de la production en raison de la fermeture des frontières et des perturbations en matière de logistique. De plus, les échanges commerciaux ont eu tendance à être procycliques, surtout en période de ralentissement. Les données sur les nouvelles commandes à l'exportation signalent une forte baisse des échanges commerciaux au deuxième trimestre de l'année.

Les conditions financières ont continué de s'assouplir dans les économies avancées et les économies de marché émergentes depuis la réunion de politique monétaire d'avril, demeurant toutefois nettement plus restrictives qu'avant le choc lié à la pandémie. Les cours du *Brent* ont augmenté de 62 % depuis la réunion d'avril, demeurant toutefois à des niveaux faibles. L'euro s'est légèrement apprécié par rapport au dollar, même s'il est resté globalement inchangé en termes effectifs nominaux.

Dans la zone euro, la pandémie et les mesures associées d'endiguement du virus ont pesé sur les capacités de production et la demande intérieure. Au premier trimestre 2020, le PIB en volume de la zone euro a diminué de 3,8 %, en rythme trimestriel, bien que les mesures d'endiguement strictes n'aient été mises en œuvre qu'à partir de mi-mars dans la plupart des pays. Au niveau sectoriel, le secteur manufacturier et les services ont été gravement touchés par la pandémie. Cette situation s'est traduite par une baisse des indices des directeurs d'achat (PMI) relatifs aux anticipations des entreprises du secteur manufacturier et des services, qui ont atteint des points bas historiques en mars et en avril, avant de rebondir légèrement en mai.

Le choc causé par la pandémie a également entraîné une forte hausse de l'épargne des ménages, dans la mesure où la consommation a diminué plus fortement que le revenu. Le degré exceptionnel d'incertitude a entraîné un report de la consommation et de l'investissement, qui a exercé un effet très négatif sur la croissance. La situation sur le marché du travail se dégrade rapidement et une baisse importante des échanges commerciaux devrait être enregistrée au deuxième trimestre 2020.

Au total, les dernières données disponibles signalent une nouvelle baisse substantielle du PIB en volume au deuxième trimestre. Même si l'activité économique de la zone euro devrait rebondir au troisième trimestre avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement du virus, le rythme et l'ampleur du rebond restent très incertains.

Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. D'après les projections de juin, la production devrait fortement reculer (-13,0 %) au deuxième trimestre 2020, après s'être déjà inscrite en baisse (-3,8 %) au premier trimestre. Cette évolution ne devrait s'inverser qu'en partie au second semestre de l'année, avec des prévisions de taux de croissance trimestriels de 8,3 % et 3,2 % pour les troisième et quatrième trimestres, respectivement. Dans ce scénario de référence, la production annuelle devrait se contracter de 8,7 % en 2020, puis augmenter de 5,2 % en 2021 et 3,3 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été considérablement revues à la baisse pour 2020, de 9,5 points de pourcentage, mais révisées à la hausse pour 2021 et 2022 de, respectivement, 3,9 points de pourcentage et 1,9 point de pourcentage.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

De manière générale, l'ampleur de la contraction et de la reprise est vue comme dépendant essentiellement de la durée et de l'efficacité des mesures d'endiguement du virus, du succès des politiques d'atténuation de leurs conséquences défavorables sur les revenus et l'emploi et du degré de dégradation permanente des capacités d'offre et de la demande intérieure. L'orientation budgétaire de la zone euro a fortement contribué à stabiliser la croissance du PIB, grâce à la combinaison de mesures discrétionnaires et du jeu des stabilisateurs automatiques. Toutefois, cela a entraîné d'importantes hausses des déficits et de la dette. Pour 2020, la forte hausse du ratio dette des administrations publiques/PIB pour la zone euro devrait être accentuée par un différentiel intérêt/croissance défavorable.

En ce qui concerne l'évolution des prix, l'inflation totale s'est encore ralentie, revenant de 0,3 % en avril à 0,1 % en mai (selon l'estimation rapide d'Eurostat). La variation des prix de l'énergie a continué de faire baisser l'inflation totale, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires (en particulier non transformés) est restée à un niveau élevé et pourrait affecter l'inflation perçue par les consommateurs. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est maintenu à 0,9 % en mai, sans changement par rapport à avril. Globalement, les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement fléchi depuis février, inversant en partie les hausses graduelles antérieures. Les tensions en amont de la chaîne des prix se sont atténuées et les négociations salariales restent suspendues.

Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer encore légèrement au cours des prochains mois, puis rester modérée jusqu'à la fin de l'année. À moyen terme, l'affaiblissement de la demande devrait exercer des pressions à la baisse sur l'inflation, qui ne devraient être que partiellement compensées par des tensions à la hausse liées aux contraintes pesant sur l'offre. À long terme, les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes sont principalement demeurées à des niveaux historiquement bas, mais ont été nettement supérieures à celles extraites des instruments de marché.

Cette évaluation est également ressortie des projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, qui comportent une révision à la baisse substantielle des perspectives d'inflation dans le scénario de référence, l'inflation totale étant attendue, en moyenne, à 0,3 % en 2020, 0,8 % en 2021 et 1,3 % en 2022. Les révisions des perspectives relatives à l'inflation sous-jacente vont dans le sens d'une détérioration encore plus importante, avec une prévision ressortant à seulement 0,9 % en 2022. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse de 0,8 point de pourcentage pour 2020, de 0,6 point de pourcentage pour 2021 et de 0,3 point de pourcentage pour 2022. Tout en étant liées, dans une certaine mesure, à la trajectoire baissière des prix de l'énergie, les révisions ont également reflété une atténuation des tensions sur les prix en raison de la forte contraction du PIB en volume et de la hausse significative de la sous-utilisation des capacités productives qui en a résulté.

En ce qui concerne les conditions financières dans la zone euro, les taux sans risque ont peu évolué depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril. La courbe des taux anticipés de l'Eonia la plus récente est également restée globalement inchangée, signe que les marchés n'anticipent pas de baisse

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

des taux en 2020. La fragmentation des marchés des obligations souveraines a diminué mais les *spreads* sont demeurés élevés. Le redressement partiel des prix des actifs risqués a été imputable à une amélioration du sentiment à l'égard du risque. Dans le même temps, les fondamentaux des entreprises ont continué de se détériorer. Dans l'ensemble, les conditions financières ont été globalement stables depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril, mais elles sont restées nettement plus restrictives qu'avant la crise liée à la pandémie.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de l'agrégat large (M3) s'est accélérée, s'établissant à 8,3 % en avril 2020, après 7,5 % en mars. La forte croissance de la monnaie a reflété la création de crédit bancaire, qui a largement résulté des besoins de liquidité élevés de l'économie. En outre, la forte incertitude économique a entraîné un mouvement de précaution vers les avoirs monétaires. Dans ce contexte, l'agrégat monétaire étroit M1, qui englobe les formes de monnaie les plus liquides, a continué d'apporter la principale contribution à la croissance monétaire au sens large. La croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières s'est encore accentuée pour ressortir à 6,6 % en avril 2020, après 5,5 % en mars, reflétant la nécessité, pour les entreprises, de financer leurs dépenses courantes et leurs besoins en fonds de roulement dans un contexte de baisse rapide des recettes. Parallèlement, le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est revenu à 3,0 % en avril, contre 3,4 % en mars, dans le contexte des mesures d'endiguement, d'une détérioration de la confiance et d'une détérioration de la situation sur le marché du travail.

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

En résumé, M. Lane a observé que les dernières informations disponibles confirmaient une contraction sans précédent de l'économie de la zone euro. Les données d'enquêtes et les indicateurs en temps réel relatifs à l'activité économique ont affiché des signes positifs dans le sillage de l'assouplissement progressif des mesures d'endiguement. Toutefois, ces résultats ont indiqué seulement une légère amélioration par rapport à la vitesse à laquelle les indicateurs s'étaient effondrés au cours des deux mois précédents. La forte baisse de la production au deuxième trimestre, après celle enregistrée au premier trimestre, devrait s'inverser seulement en partie au second semestre de l'année. Selon le scénario de référence, qui a été sensiblement révisé à la baisse par rapport aux projections de mars, la production annuelle devrait se contracter de 8,7 % en 2020, avec par la suite des taux de croissance positifs de 5,2 % en 2021 et 3,3 % en 2022. Le scénario de référence est entouré d'un degré exceptionnel d'incertitude. Les projections macroéconomiques de juin 2020 comportent également une révision à la baisse substantielle des perspectives d'inflation dans le scénario de référence, l'inflation totale étant prévue, en moyenne, à 0,3 % en 2020, 0,8 % en 2021 et 1,3 % en 2022. Il a été important de noter que sans les mesures vigoureuses prises (notamment une contribution de la politique budgétaire à la production estimée à 2,5 points de pourcentage en 2020), les trajectoires prévues pour la production et l'inflation auraient été encore plus basses.

L'annonce du PEPP le 18 mars a interrompu un mouvement de cessions importantes sur les marchés obligataires et boursiers, qui menaçait de compromettre l'orientation de la politique monétaire de la BCE et l'efficacité de sa transmission. La tarification très accommodante des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et les mesures d'assouplissement des garanties ont fortement incité les banques à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

maintenir les flux de crédit à l'économie réelle. De plus, les opérations de refinancement non conditionnelles et la mise en place de lignes de *swap* internationales ont assuré la sauvegarde de la liquidité dans le système bancaire. Ces mesures ont agi comme une force stabilisatrice durant cette période exceptionnelle.

Toutefois, les conditions financières se sont nettement durcies depuis l'intensification de la pandémie, le déplacement vers le bas des taux sans risque ne s'étant pas totalement transmis à l'ensemble plus large de prix d'actifs et de rendements qui déterminent les conditions financières pour l'économie réelle. En particulier, la pression à la hausse sur les rendements souverains moyens a contribué à une augmentation des rendements des obligations des entreprises et des banques et à une baisse des valorisations des actions, en particulier pour les actions bancaires.

Dans ce contexte, M. Lane a souligné que deux facteurs principaux appelaient à prendre de nouvelles mesures lors de la présente réunion. Premièrement, les perspectives de stabilité des prix à moyen terme sont menacées par les répercussions de la crise du coronavirus : en particulier, dans les nouvelles projections, le scénario de référence prévoit des révisions à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour l'inflation totale et de 0,6 point de pourcentage pour l'inflation sous-jacente en 2022, avec des révisions nettement plus importantes dans le scénario sévère. Deuxièmement, les conditions financières pour l'ensemble de la zone euro se sont nettement durcies par rapport à la période qui a précédé la pandémie, alors que les perspectives de croissance et d'inflation appellent un assouplissement de ces conditions.

Afin de contrecarrer ces révisions négatives apportées aux perspectives d'inflation en liaison avec la pandémie, la réponse appropriée de la politique monétaire a consisté à augmenter la taille de l'enveloppe du PEPP. En mars, le Conseil des gouverneurs a décidé de lancer le PEPP « afin de faire face aux risques graves que font peser sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et les perspectives économiques de la zone euro l'épidémie de coronavirus et l'intensification de sa propagation ». Comme exprimé dans le préambule de l'acte juridique relatif au PEPP : « Il est également clair que cette situation entrave la transmission des impulsions de la politique monétaire et fait peser de graves risques baissiers sur les perspectives d'inflation pertinentes. Dans ce contexte, le PEPP constitue une mesure proportionnée pour contrer les risques graves pesant sur la stabilité des prix, le mécanisme de transmission de la politique monétaire et les perspectives économiques de la zone euro et qui sont dus à l'apparition et à la propagation croissante du COVID-19 ».

En conséquence, la révision à la baisse des perspectives d'inflation, ainsi que les autres risques baissiers pris en compte dans le scénario sévère nécessitent une phase temporaire d'achats d'actifs supplémentaires, afin d'instaurer les conditions monétaires susceptibles de favoriser un retour à la trajectoire de l'inflation d'avant la crise sur l'horizon de projection.

S'agissant du calendrier, les délais de transmission de la politique monétaire à la dynamique de l'inflation signifient qu'il est important de prendre une mesure forte pour faire face à la faiblesse accrue de l'inflation. De plus, une réponse rapide est d'autant plus utile qu'il est important d'éviter une perte d'ancrage durable des anticipations d'inflation, compte tenu des risques à la baisse existants et de la perspective à court terme d'une phase prolongée de taux d'inflation très bas.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant de l'orientation globale de la politique monétaire, le PEPP a apporté une source supplémentaire temporaire de soutien monétaire, qui agit parallèlement à l'ensemble plus classique d'instruments de politique monétaire (le niveau des taux directeurs de la BCE ; l'APP ; la *forward guidance* ; et le programme TLTRO III). Avant le choc de la pandémie, cet ensemble de mesures avait été configuré pour faire augmenter l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs à moyen terme. Compte tenu de l'ampleur du choc et de son caractère unique, il a été préférable de lutter contre l'évolution à la baisse substantielle des perspectives d'inflation par le biais d'un programme ciblé et temporaire (le PEPP), plutôt que par un recalibrage de la série de mesures existantes. De plus, une augmentation de la taille de l'enveloppe du PEPP apporterait également une protection supplémentaire contre les risques de fragmentation entre les différents compartiments du marché, qui pourraient potentiellement faire obstacle à la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Dans le même temps, l'enveloppe doit s'entendre comme un plafond, ce qui implique que dans le cas de surprises à la hausse significatives s'agissant des perspectives, elle n'aurait pas besoin d'être utilisée entièrement.

À plus long terme, les futures données économiques et financières et les exercices de projection suivants donneront des indications essentielles pour savoir si le choc négatif lié à la pandémie sur la dynamique de l'inflation a été suffisamment contenu. Le soutien monétaire actuel s'avère probablement nécessaire pour soutenir les conditions macrofinancières propices à de nouveaux progrès vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Une fois que le choc exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation se sera atténué, l'orientation de la politique monétaire pourra être de nouveau contrôlée en calibrant l'ensemble des instruments utilisé par le Conseil des gouverneurs avant la crise.

En ce qui concerne la stratégie de politique monétaire globale, les achats d'emprunts publics dans le cadre du PEPP et de l'APP ont été un outil efficace pour atteindre l'objectif de stabilité des prix assigné par le Traité dans l'environnement actuel. Cela a été particulièrement le cas compte tenu des niveaux déjà très bas des taux directeurs de la BCE et du rôle crucial des rendements souverains dans la détermination des conditions de financement des entreprises et des ménages. Ces mesures ont également été efficaces, notamment en association avec d'autres mesures, car les autres instruments nécessiteraient un ajustement exceptionnel pour exercer le même impact sur la dynamique de l'inflation. L'assouplissement des conditions du crédit aiderait les entreprises viables à poursuivre leur activité et à conserver le plus de salariés possible. La préservation des emplois a été, quant à elle, le principal facteur déterminant les revenus et la sécurité financière des individus et des familles dans la zone euro. Les mesures prises par le Conseil des gouverneurs ont joué un rôle essentiel pour soutenir l'intermédiation du crédit par les banques, notamment dans la mesure où les perspectives d'activité du système bancaire dépendent avant tout des perspectives macroéconomiques. En conséquence, le PEPP et l'APP ont été des mesures proportionnées dans les conditions actuelles afin de poursuivre l'objectif de stabilité des prix, des garanties suffisantes ayant été intégrées lors de leur conception pour limiter les effets secondaires négatifs potentiels, notamment le risque de prépondérance budgétaire, et pour respecter l'interdiction du financement monétaire.

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs prenne les décisions suivantes :

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



Premièrement, accroître la taille du PEPP de 600 milliards d'euros. La taille de l'enveloppe proposée a été calculée pour contribuer de manière significative à compenser l'évolution à la baisse liée à la pandémie de la trajectoire attendue de l'inflation.

Deuxièmement, étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusque fin juin 2021. Cela permettrait d'aligner l'horizon minimum du Conseil des gouverneurs pour les achats d'actifs avec la phase où les restrictions liées à la pandémie affectent le plus sévèrement l'activité économique et où les pressions inflationnistes sont les plus faibles. Cet horizon serait également globalement aligné avec ceux des autres mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs face à la pandémie. Dans tous les cas, des achats nets d'actifs au titre du PEPP seront effectués jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs juge que la crise du coronavirus est terminée.

Troisièmement, annoncer que les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2022 et que, dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire. La stratégie de réinvestissement pour le PEPP permettra d'éviter le risque d'un durcissement injustifié des conditions financières au moment où la reprise après le choc lié à la pandémie devrait demeurer incomplète. Dans le même temps, une stratégie de réinvestissement séparée (distincte de l'APP) est appropriée compte tenu du caractère temporaire et lié à l'urgence du PEPP.

Quatrièmement, continuer les achats nets dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP 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.

Cinquièmement, 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 aura commencé 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.

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

Dans la période actuelle de tensions sur les marchés, les achats d'actifs (ainsi que le programme TLTRO III) ont été les outils les plus efficaces et les plus efficaces pour renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire. L'incertitude élevée et l'aversion accrue au risque affaibliraient la transmission des réductions des taux d'intérêt directeurs aux taux de référence du marché, qui sont importants pour la fixation des taux des crédits aux ménages et aux entreprises, en particulier dans le contexte d'un choc temporaire. Dans cet

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

environnement, les achats d'actifs ont été plus efficaces pour assouplir les conditions de financement et, ainsi, les taux débiteurs qui sont importants pour l'économie réelle.

Dans sa communication au public, le Conseil des gouverneurs doit confirmer que les dernières informations indiquent une contraction sans précédent de l'économie de la zone euro ; souligner que les projections comportent une révision à la baisse substantielle à la fois du niveau d'activité économique et des perspectives d'inflation sur l'ensemble de l'horizon de projection, même si le scénario de référence est entouré d'un degré exceptionnel d'incertitude ; faire valoir que des mesures de politique monétaire supplémentaires étaient devenues nécessaires pour apporter le degré nécessaire de soutien monétaire et assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire à l'ensemble des secteurs et des juridictions, afin de préserver la stabilité des prix à moyen terme ; expliquer que sa décision de recalibrer le PEPP a été prise en réaction à la révision à la baisse liée à la pandémie de la trajectoire attendue de l'inflation et permettra un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire, soutenant les conditions de financement dans l'économie réelle ; souligner que le PEPP a également permis au Conseil des gouverneurs de contrecarrer les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire grâce à une mise en œuvre souple des achats au fil du temps, d'une catégorie d'actifs à l'autre et entre les différentes juridictions ; et rappeler que le Conseil des gouverneurs mettra en œuvre toutes les mesures nécessaires dans le cadre de son mandat et continue de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

## **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 généralement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro ainsi que les perspectives présentées par M. Lane dans son introduction. Les informations disponibles confirment une contraction sans précédent de l'économie de la zone euro. Au premier trimestre 2020, le PIB en volume de la zone euro a baissé de 3,8 % en rythme trimestriel en raison de la pandémie de coronavirus et des mesures prises pour la contenir. Le secteur manufacturier comme celui des services ont été gravement touchés, la pandémie pesant lourdement sur la capacité productive de l'économie de la zone euro ainsi que sur la demande intérieure. Les informations tirées des enquêtes, les indicateurs à haute fréquence et les données quantitatives (*hard data*) signalent tous une nouvelle contraction significative du PIB en volume au deuxième trimestre. Les indicateurs les plus récents suggèrent qu'un niveau plancher aurait été atteint en mai avec la réouverture progressive de certains pans de l'économie. L'activité économique de la zone euro devrait donc rebondir au troisième trimestre avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement, soutenue par les conditions de financement favorables, par l'orientation budgétaire expansionniste et par une reprise de l'activité mondiale. Toutefois, l'ampleur et la durée globales de cette reprise

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

demeurent hautement incertaines. Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.

S'agissant de l'environnement extérieur, les perspectives relatives à l'activité mondiale ont été fortement révisées à la baisse par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2020 établies par les services de la BCE. La crise pandémique affecte non seulement l'activité des différents pays mais également le commerce international, et les révisions à la baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro ont été plus importantes que celles de l'activité mondiale. Autrement dit, cela implique qu'au stade actuel, la zone euro ne peut pas compter sur ses exportations pour contrebalancer la faiblesse de la demande intérieure.

Concernant l'activité de la zone euro, les membres du Conseil ont souligné l'incertitude exceptionnelle qui entourait les perspectives pour la zone euro dans les circonstances actuelles. Il a été souligné que cette incertitude était en grande partie extérieure à la sphère économique et qu'elle était liée à l'évolution future de la pandémie et à la disponibilité d'une solution médicale. L'ampleur de la contraction et de la reprise dépendra essentiellement de la durée et de l'efficacité des mesures d'endiguement, du succès des politiques visant à atténuer les conséquences défavorables sur les revenus et l'emploi et du degré de dégradation plus permanente des capacités de l'offre et de la demande intérieure. Il a également été remarqué que les résultats économiques dépendaient fortement du succès des mesures prises par les autorités publiques, notamment celles destinées à empêcher que les pénuries de liquidité sévères dont souffrent les entreprises ne se transforment en faillites généralisées. D'une manière plus générale, il existe un lien entre la qualité des réponses apportées par les autorités publiques et le degré de dégradation plus permanente des capacités de l'offre dans l'économie.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont largement reconnu les difficultés que présentait la préparation des projections compte tenu du degré élevé d'incertitude qui entoure actuellement les évolutions économiques et assombrit les perspectives. Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé sur le fait que la publication d'un scénario « clément » et d'un scénario « sévère » en complément d'un scénario de référence plus probable de la projection était une manière raisonnable de refléter le degré élevé de risque et d'incertitude. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que le scénario « clément » pourrait déjà être obsolète. Dans le même temps, il a été affirmé que le maintien d'un scénario « clément » était justifié, le déconfinement de l'économie pouvant donner lieu à des résultats plus positifs à court terme qu'envisagé dans le scénario de référence. Il a également été fait référence à certains signes positifs en provenance de pays extérieurs à la zone euro qui sont plus avancés dans le processus de déconfinement.

Au cours des échanges de vues concernant les scénarios des projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème, il a été remarqué que ces scénarios confirmaient globalement la fourchette de résultats contenue dans les scénarios élaborés par les services de la BCE en avril et publiés le 1<sup>er</sup> mai. Dans le même temps, il a été rappelé que tous les scénarios prenaient comme hypothèse qu'une solution médicale efficace serait devenue disponible en 2021. Cela implique, si ce n'est pas le cas, que tous les scénarios pourraient se révéler trop optimistes sur la dernière partie de l'horizon de projection. De la même manière, il a été rappelé que le scénario de référence de la projection prenait comme hypothèse qu'il n'y aurait pas d'interactions négatives entre sphères réelle et financière. L'expérience historique suggère que ces interactions freineraient la reprise et impliqueraient des perspectives plus défavorables que celles prévues dans le scénario de référence. Dans ce

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

contexte, il a été observé que les marchés financiers avaient jusqu'à présent relativement bien résisté et rebondi assez rapidement, ce qui reflète également la réponse rapide et vigoureuse apportée par les autorités monétaires. Dans le même temps, il a été souligné qu'au vu de la date d'arrêt des données, ni l'impact positif du fonds de relance proposé par la Commission européenne, ni celui des nouvelles mesures de relance budgétaire annoncées dans la plus grande économie de la zone euro, n'avaient été pris en compte dans les projections établies par les services de l'Eurosystème. Dans l'ensemble, la balance des risques entourant le scénario de référence de la projection relative à la croissance est considérée comme orientée négativement.

Les membres du Conseil ont souligné que le profil de la reprise dépendrait de manière cruciale de l'évolution de la consommation et de l'investissement dans le contexte actuel d'incertitude ainsi que de l'apparition ou non de changements de comportement plus durables des agents économiques causés par la pandémie. En particulier, le profil attendu du taux d'épargne est considéré comme un élément-clé, tout comme la mesure dans laquelle sa forte hausse en raison du confinement se résorbera par la suite avec la réouverture progressive de l'économie. La crainte a été exprimée qu'il pourrait être trop optimiste de s'attendre à une résorption en totalité de cette hausse de l'épargne, un climat d'incertitude prolongé étant susceptible de maintenir ce taux plus durablement à un niveau plus élevé. Dans le secteur des services, en particulier, les salariés et les consommateurs pourraient revoir leurs perspectives de revenus non seulement actuelles mais également à long terme, ce qui se traduirait par une consommation modérée pendant un certain temps. En outre, une hausse des taux d'intérêt réels et la volonté de reconstituer la richesse nette pourraient être des facteurs supplémentaires d'incitation à l'épargne. Dans le même temps, il a été affirmé que la résorption de l'épargne pourrait aboutir à un taux d'épargne inférieur à celui d'avant la crise si l'épargne involontaire constituée durant les périodes de confinement et d'endiguement était consacrée à financer la demande non satisfaite.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée demeure essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. Par conséquent, les membres du Conseil se félicitent tout particulièrement de la proposition de la Commission européenne relative à un plan de relance visant à soutenir les régions et secteurs les plus gravement frappés par la pandémie, à renforcer le Marché unique et à créer les conditions d'une reprise durable et prospère.

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 est revenue de 0,3 % en avril à 0,1 % en mai, principalement en raison d'une baisse des prix de l'énergie. Sur la base des prix au comptant du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait se ralentir encore légèrement au cours des prochains mois, puis rester modérée jusqu'à la fin de l'année. À moyen terme, l'affaiblissement de la demande exercera des pressions à la baisse sur l'inflation, qui ne devraient être que partiellement compensées par des tensions à la hausse liées aux contraintes pesant sur l'offre.

Cette évaluation ressort également des projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, dont le scénario de référence table sur une hausse annuelle de l'IPCH de 0,3 % en 2020, de 0,8 % en 2021 et de 1,3 % en 2022. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que ces estimations, issues de modèles, des risques de déflation entourant le scénario de référence dans les projections de juin 2020 avaient atteint leurs plus hauts niveaux depuis les projections de décembre 2008. Il a été souligné

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

que si la déflation n'était pas un scénario probable pour l'instant, elle n'était cependant plus de l'ordre du faiblement probable et méritait un suivi attentif.

Dans leurs échanges de vues concernant les perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont rappelé la grande incertitude concernant, d'une part, l'effet net de l'augmentation des capacités inutilisées et de la baisse de la demande et, d'autre part, l'éventuel impact négatif sur les capacités d'offre agrégées. Il a été affirmé que la pandémie pourrait influencer dans un sens ou dans l'autre sur la production potentielle. Par exemple, en dépit de la hausse des coûts de production et de distribution associés aux mesures de santé et de sécurité publiques, la productivité globale des facteurs pourrait augmenter en raison notamment des améliorations suscitées par la crise dans le domaine de la digitalisation. Il a été reconnu que l'incertitude entourant l'impact de la crise pandémique sur la production potentielle rendait les estimations en temps réel des écarts de production encore plus incertaines qu'en temps normal. Dans ce contexte, il a été souligné que l'écart de production risquait de surestimer le degré de sous-utilisation des capacités productives, mais que l'écart de chômage le sous-estimerait, le chômage tel qu'il ressort des statistiques étant maintenu à un niveau artificiellement bas par les dispositifs temporaires de soutien à l'emploi. La crainte a été exprimée que, du fait de la réaction retardée du marché du travail, on n'aboutisse en définitive à une période de chômage plus élevé. Cela exercerait des pressions à la baisse sur la croissance des salaires, qui viendraient s'ajouter à la décélération déjà amorcée avant la crise pandémique. Dans l'ensemble, ces arguments vont dans le sens d'une faiblesse prolongée des perspectives d'inflation.

Toutefois, il a également été affirmé que si l'équilibre entre les effets liés à la demande et ceux liés à l'offre étaient désinflationnistes à court terme, il pourrait cependant y avoir une accentuation des tensions inflationnistes à moyen terme. Ces tensions pourraient résulter de facteurs comme, notamment, les perturbations des chaînes d'approvisionnement, les tendances à la démondialisation et les restrictions réglementaires dans le cadre des mesures prises pour endiguer la pandémie. Il a été affirmé qu'une incertitude considérable continuait d'entourer la manière dont les effets d'offre négatifs influeraient sur la fixation des prix, mais que les prix de certains biens et services augmenteraient nécessairement, ne serait-ce que pour préserver la viabilité des entreprises.

Il a également été rappelé que les problèmes de mesure des prix pourraient être une source supplémentaire d'incertitude dans le contexte actuel. Ces problèmes sont liés aux difficultés de collecte des données sur les prix et au recours accru aux imputations. De plus, les achats effectifs de biens et services durant les périodes de confinement et d'endiguement n'ont probablement pas été conformes aux hypothèses de pondérations des dépenses dans les paniers de consommation qui entrent dans le calcul de l'IPCH. Il a été affirmé que les perceptions des consommateurs risquaient par conséquent de présenter un écart significatif par rapport aux données enregistrées dans les statistiques officielles. Il a été fait référence à la forte hausse des prix des produits alimentaires, qui suggère que l'inflation perçue pourrait être actuellement plus élevée que l'inflation mesurée, avec une possible répercussion sur les anticipations.

En analysant les évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché étaient demeurés à de faibles niveaux. Si les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes se sont légèrement détériorés à court et moyen terme, les anticipations à plus long terme ont été moins impactées (même si elles demeurent proches de points bas historiques). Il a été affirmé que la probabilité élevée que l'inflation demeure inférieure à 1 %, d'après les indicateurs de marché, suggérait que les anticipations d'inflation des intervenants de marché étaient peut-être devenues moins bien ancrées.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement approuvé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle la forte croissance de l'agrégat monétaire large (M3) reflétait un mouvement de report vers les avoirs monétaires à titre de précaution dans le contexte de forte incertitude. La forte croissance de la monnaie traduit également la création de crédit bancaire, qui résulte largement des besoins de liquidité élevés de l'économie. Dans le même temps, une question a été soulevée concernant l'impact de l'accumulation massive de liquidité monétaire observée actuellement sur les risques pour la stabilité des prix à moyen terme.

Il a été remarqué que le canal du crédit bancaire continuait de bien fonctionner, ce qui est important pour la transmission de la politique monétaire étant donné que l'intermédiation financière dans la zone euro s'effectue essentiellement par le biais des banques. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a encore augmenté en avril, reflétant la nécessité, pour les entreprises, de financer leurs dépenses courantes et leurs besoins en fonds de roulement dans un contexte de baisse rapide des recettes. Les prochaines adjudications de TLTRO à des conditions très favorables devraient encore inciter les banques à continuer d'octroyer des prêts à l'ensemble des entités du secteur privé. En outre, l'attention a été attirée sur le soutien complémentaire apporté sur le plan prudentiel, visant à assouplir les conditions dans le système bancaire. Toutefois, l'incertitude demeure quant au fait de savoir si les fonds apportés par les opérations de prêt de la BCE atteindraient les secteurs de l'économie de la zone euro dont les besoins en liquidité sont les plus urgents, comme les petites et moyennes entreprises.

#### *Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à suivre*

S'agissant des conditions financières et de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par Mme Schnabel et par M. Lane dans leurs introductions. Malgré l'amélioration du sentiment des marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire fin avril, les conditions financières se sont globalement durcies depuis l'aggravation de la pandémie. Plus récemment, les écarts de rendements obligataires dans la zone euro ont diminué et les prix des actions, qui sont l'un des déterminants des conditions financières globales, ont rebondi. L'assouplissement des conditions financières et l'amélioration du sentiment depuis la précédente réunion de politique monétaire résultent de plusieurs facteurs : l'assouplissement graduel des mesures d'endiguement ; le soutien apporté par les décisions de politique monétaire de la BCE ; les mesures nationales de politique budgétaire ; et la proposition franco-allemande d'un fonds de relance, telle que globalement reprise dans le vaste plan de relance proposé ensuite par la Commission européenne.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans le même temps, il a été souligné que l'amélioration du sentiment sur les marchés financiers ne devait pas inciter à relâcher les efforts. Tandis que l'ensemble des mesures de politique monétaire de la BCE, plus particulièrement le PEPP, ont contribué à calmer les marchés financiers, les taux d'intérêt réels dans la zone euro ont augmenté, contribuant ainsi à un durcissement de l'orientation de politique monétaire dans le contexte de perspectives d'inflation modérées. S'agissant du mécanisme de transmission de la politique monétaire, il a été souligné que la baisse des taux sans risque ne s'était pas pleinement répercutée sur l'ensemble plus large des prix et des rendements d'actifs affectant les conditions financières pour l'économie réelle. En particulier, les tensions à la hausse sur les rendements obligataires souverains moyens, qui sont en partie liées à l'augmentation des émissions de dette publique, ont contribué à une hausse des rendements des obligations émises par les entreprises et par les banques et à une diminution de la valorisation des actions, en particulier pour les banques. À plus long terme, cela pourrait favoriser une hausse du prix du crédit aux ménages et aux entreprises.

Les membres du Conseil ont souligné le durcissement des conditions financières par rapport aux niveaux d'avant la crise liée au coronavirus, l'ampleur sans précédent de la contraction économique et les fortes révisions à la baisse des perspectives relatives à la croissance et à l'inflation contenues dans les projections de juin. De plus, des risques à la baisse pèsent sur ces perspectives, ainsi que des risques croissants de désinflation, voire de déflation. Dans ce contexte, l'ensemble des membres du Conseil s'est accordé sur la nécessité de nouvelles mesures de politique monétaire, conformément à l'objectif de stabilité des prix du Conseil des gouverneurs.

Dans le même temps, des réserves ont été exprimées quant au calendrier précis et à l'ampleur proposée de l'augmentation de l'enveloppe consacrée au PEPP afin de continuer à soutenir l'orientation accommodante de la politique monétaire lors de la présente réunion. Il a été considéré que les incertitudes actuelles et des signes indiquant que les conditions économiques et financières ont atteint un point bas plaident en faveur d'une approche plus prudente.

Toutefois, il a été généralement estimé que s'abstenir d'agir lors de la présente réunion risquait d'entraîner un nouveau durcissement des conditions financières, au détriment de la reprise économique. La persistance de degrés d'incertitude exceptionnellement élevés n'a pas été considérée comme une raison valable de repousser une réponse nécessaire pour le respect de l'objectif de stabilité des prix de la BCE, mais plutôt comme un appel d'autant plus fort à prendre des mesures décisives. Il a été considéré comme particulièrement important dans le contexte actuel que les mesures de politique monétaire et de politique budgétaire agissent de façon complémentaire afin de combattre les retombées économiques de la crise pandémique.

Les membres ont globalement approuvé les arguments mis en avant par M. Lane dans son introduction selon lesquels le PEPP était l'instrument le plus efficace et efficient possible pour renforcer l'orientation accommodante de politique monétaire dans le contexte actuel, reflétant son double rôle de soutien de l'orientation de la politique monétaire et de transmission de cette orientation à tous les pans de l'économie de la zone euro dans les conditions actuelles de tensions sur les marchés. En termes d'orientation générale et compte tenu de l'ampleur et du caractère unique du choc pandémique, il serait plus efficace de lutter contre le déplacement vers le bas significatif des perspectives d'inflation à l'aide d'un programme ciblé et temporaire plutôt que par le biais d'un

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

recalibrage des instruments plus classiques. Il a été affirmé que le PEPP était le meilleur instrument disponible pour faire baisser les taux d'intérêt à moyen et long terme les plus importants pour l'économie réelle. L'augmentation de l'enveloppe du PEPP contribuerait à rapprocher plus étroitement la courbe de rendement des obligations souveraines de celle des taux sans risque. Cela favoriserait la transmission de la politique monétaire aux taux d'intérêt applicables aux ménages et aux entreprises, dans la mesure où les rendements des obligations souveraines constituent une référence pour la valorisation des prêts et des instruments de financement de marché. Il a également été noté que l'augmentation du montant et de la durée des achats d'actifs contribuerait à contenir l'incertitude générale, soutenant ainsi la reprise économique de la zone euro. De même, le PEPP pourrait fournir une protection supplémentaire contre les risques de fragmentation sur les différents compartiments de marché qui seraient susceptibles de faire obstacle à la bonne transmission de la politique monétaire. Il a été rappelé que le PEPP avait plutôt bien réussi à contenir la volatilité des écarts de rendement sur les marchés européens des obligations d'État et à éviter les risques d'une dynamique de marché défavorable auto-réalisatrice. Dans ce contexte, l'importance d'une mise en œuvre flexible du PEPP a été soulignée comme étant le moyen de garantir la transmission de la politique monétaire dans le temps et entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Cette flexibilité est considérée comme étant particulièrement efficace et efficiente en période de tensions sur les marchés. Dans le même temps, il a été réitéré que, conformément aux caractéristiques du PEPP, la clé de répartition au capital de la BCE demeurait la référence pertinente pour l'allocation des achats entre les différentes juridictions.

Sur cette base, les membres du Conseil se sont largement accordés sur la proposition de M. Lane d'accroître la taille du PEPP de 600 milliards d'euros, d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021, et d'annoncer que les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à fin 2022 et que, dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation souhaitée de la politique monétaire.

S'agissant du calibrage de l'accroissement du PEPP, plusieurs préférences ont été exprimées en faveur d'une plus grande ou d'une plus petite enveloppe. L'argumentation en faveur d'une plus grande enveloppe reposait sur les importants risques à la baisse pesant sur les projections de juin, dans un contexte d'incertitude exceptionnellement élevée entourant les perspectives économiques, conjuguée aux perspectives d'inflation faible, avec des risques accrus de désinflation prolongée voire de déflation. En outre, il a été souligné que les projections de juin n'intégraient pas la possibilité que la crise puisse se répercuter sur le secteur financier : si cela devait se produire, cela déclencherait une nouvelle détérioration des conditions financières et nécessiterait une réponse de politique monétaire encore plus forte. Dans le même temps, un certain nombre d'arguments ont été avancés en faveur d'un accroissement plus faible du PEPP, ce qui laisserait davantage de temps pour analyser l'évolution de la situation économique et des perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Il a également été souligné que les projections de juin ne tenaient pas compte de la proposition de fonds de relance de la Commission ni des mesures budgétaires nationales annoncées récemment, ce qui pourrait entraîner un risque à la hausse sur les perspectives économiques contenues dans les projections.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



En fin de compte, un large consensus s'est dégagé entre les membres du Conseil autour de la proposition présentée par M. Lane visant à accroître l'enveloppe du PEPP de 600 milliards d'euros afin de disposer des conditions monétaires susceptibles de soutenir un retour à la trajectoire d'inflation d'avant la crise au cours de l'horizon de projection. Une augmentation de ce montant a été considérée comme indiquant clairement que le Conseil des gouverneurs n'était pas satisfait des perspectives d'inflation à moyen terme de 1,3 %. Il a également été noté que l'accroissement de la taille du PEPP de 600 milliards d'euros contribuera à faciliter la transmission harmonieuse dans l'ensemble des juridictions de la zone euro.

En ce qui concerne l'horizon envisagé pour les achats nets dans le cadre du PEPP, les membres du Conseil ont largement approuvé la proposition présentée par M. Lane de l'étendre au moins jusqu'à fin juin 2021, ce qui l'alignerait sur la phase des conséquences les plus sévères des restrictions liées à la pandémie sur l'activité économique et des tensions inflationnistes les plus faibles de la période à venir. L'horizon des achats serait également largement aligné sur les horizons des autres mesures de politique monétaire prises par la BCE en réponse à la pandémie. Il a été souligné que l'accroissement proposé du PEPP était conforme à la communication du Conseil des gouverneurs selon laquelle les achats nets d'actifs se poursuivraient jusqu'à ce que la crise du coronavirus soit terminée. Le ralentissement économique plus prolongé qu'attendu précédemment justifiait une telle extension.

En ce qui concerne le réinvestissement des remboursements au titre du principal, les membres du Conseil se sont largement accordés sur la proposition de M. Lane d'annoncer un horizon de réinvestissement du PEPP allant au moins jusqu'à fin 2022. Cela a été perçu comme évitant le risque d'un durcissement injustifié des conditions financières à un moment où la reprise après le choc pandémique demeurerait probablement incomplète. Ces réinvestissements ont été vus comme améliorant l'efficacité du PEPP en réduisant le risque de duration que les investisseurs auront à absorber à l'avenir, contribuant ainsi à limiter les tensions à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme. La durée minimale annoncée pour l'horizon de réinvestissement jusqu'à fin 2022 a été jugée appropriée, compte tenu de la nature temporaire et urgente du PEPP. Il a été avancé que cela permettrait également de disposer de temps, d'une manière qui n'interfère pas avec l'orientation de la politique monétaire au sens large, pour réduire les éventuels écarts par rapport à la clé de répartition du capital qui pourraient apparaître pendant la période des achats nets.

Les membres du Conseil ont également présenté des réflexions plus larges en matière d'efficacité et d'efficience de l'utilisation des achats d'actifs comme instrument de politique monétaire dans la poursuite de l'objectif de stabilité des prix de la BCE, y compris à la lumière de la prochaine revue stratégique de politique monétaire et en vue d'expliquer au public les débats de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de manière plus exhaustive. Il a été avancé que l'évaluation de la proportionnalité de toute mesure de politique monétaire devait tenir compte, entre autres, du degré avec lequel la mesure contribue à atteindre l'objectif de politique monétaire, d'une part, et d'éventuels effets secondaires non souhaités, d'autre part. Cette évaluation nécessite de déterminer si l'on dispose d'autres mesures aussi efficaces et efficaces tout en offrant un meilleur équilibre entre les effets escomptés et les effets non souhaités.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Il a été souligné que les achats d'actifs étaient un outil essentiel grâce auquel la politique monétaire pouvait influencer les évolutions macroéconomiques et, en définitive, l'inflation, via un certain nombre de canaux de transmission. Dès le début, les achats dans le cadre du programme d'achats du secteur public (PSPP) de titres assortis de maturités comprises entre deux et trente ans avaient pour objectif de réduire les taux d'intérêt du marché qui sont pertinents pour les évolutions de l'économie réelle et de l'inflation. De nombreux éléments tirés d'une littérature exhaustive montrent aujourd'hui que les programmes d'achats d'actifs en général, et le PSPP en particulier, se sont avérés efficaces pour atteindre leurs effets escomptés sur l'économie de la zone euro et, par là même, pour le maintien de la stabilité des prix. Les achats d'actifs ont réduit les taux d'intérêt de marché correspondants dans l'ensemble de la zone euro, ce qui s'est traduit par une baisse des taux débiteurs bancaires et une hausse des volumes de prêts et, en définitive, par des résultats plus élevés en matière de croissance et d'inflation. Les estimations quantitatives sont variables dans une certaine mesure et sujettes à l'incertitude habituelle du modèle, mais les éléments d'appréciation globaux vont dans le sens d'un effet positif du PSPP sur les résultats macroéconomiques, confirmant l'évaluation selon laquelle il s'agit d'une mesure de politique économique efficace pour exercer comme souhaité des pressions à la hausse sur l'inflation et les anticipations d'inflation.

Il a été rappelé que la décision de mettre en œuvre un programme d'achats d'actifs à grande échelle en janvier 2015 avait été prise en réponse à deux défis majeurs, à savoir d'importants facteurs désinflationnistes à la suite de la crise financière et de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, et le phénomène mondial de baisse des taux d'intérêt d'équilibre (ou « naturels ») qui déterminent *in fine* le degré d'assouplissement qu'un niveau donné de taux directeurs permet d'obtenir. De nombreuses données empiriques décrivent la baisse du niveau des taux d'intérêt d'équilibre au cours des trois dernières décennies, qui est globalement liée à une diminution de la croissance potentielle de la production dans de nombreux pays industrialisés, reflétant des facteurs tels que les tendances démographiques ou la faible croissance de la productivité. Par conséquent, les taux d'intérêt directeurs étant proches de leur plancher effectif, des instruments non conventionnels étaient nécessaires pour fournir le degré de soutien monétaire compatible avec l'objectif de la BCE en matière d'inflation.

Dans le même temps, il a été noté que l'environnement de taux d'intérêt bas auquel sont confrontées les banques centrales était associé à un certain nombre de défis. Premièrement, le bas niveau des taux d'intérêt pourrait inciter les intervenants de marché à adopter des comportements de prise de risque excessifs, déclenchant finalement des risques pour la stabilité financière. Deuxièmement, le bas niveau des taux d'intérêt pendant une période prolongée pourrait peser sur la rentabilité, et donc la capitalisation, des banques. Troisièmement, l'environnement de taux d'intérêt bas pourrait donner lieu à des scénarios dans lesquels les banques financent des entreprises inefficaces, ce qui implique une mauvaise allocation des ressources et pourrait entraîner en dernier ressort une baisse de la productivité globale de l'économie. De plus, des taux d'intérêt bas présentent également des difficultés pour les revenus de l'épargne des ménages et des sociétés d'assurance qui poursuivent certains objectifs de rendements nominaux. Il fallait reconnaître toutefois que les achats d'actifs réalisés dans le cadre du PSPP ont contribué à ces difficultés potentielles, mais uniquement dans la mesure où ils ont fait baisser les taux d'intérêt au-dessous du taux d'intérêt naturel. Dès lors, les défis d'un

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

environnement de taux d'intérêt bas résultent principalement de facteurs structurels qui déterminent la baisse des taux d'intérêt, alors que la politique monétaire n'a fait que contribuer à ces effets mais n'a clairement pas été leur cause principale.

Dans l'évaluation des avantages et des coûts des achats d'actifs, la référence pertinente n'est pas le *statu quo*, mais une situation contrefactuelle dans laquelle le soutien de la politique monétaire n'est pas apporté par des achats d'actifs. De nombreux éléments montrent que l'économie de la zone euro se trouverait dans une situation beaucoup plus défavorable sans le soutien apporté par les achats d'actifs. Les achats d'actifs de l'Eurosystème ont créé des conditions financières qui ont contrecarré les forces désinflationnistes et contribué à éviter les risques déflationnistes dans la zone euro. À l'échelle macroéconomique globale, les achats d'actifs ont apporté une contribution positive très significative à la croissance économique et à l'inflation dans la zone euro. En ce qui concerne les bénéfices des banques, l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt a réduit leurs marges d'intérêts, mais l'incidence positive des achats d'actifs sur l'ensemble de l'économie a soutenu à son tour les bilans des banques. Dans ce contexte, il a également été souligné qu'il n'existait jusqu'à présent aucune preuve convaincante que le bas niveau des taux d'intérêt ait contribué aux prêts dits « zombie ». Les données empiriques relatives aux effets de l'environnement de bas niveau des taux d'intérêt sur les prestations de retraite sont également peu claires. Dans ce contexte, ce n'est pas seulement le rendement nominal d'un actif spécifique qui est pertinent pour les prestations globales de retraite, mais aussi le rendement réel global de tous les actifs détenus dans les portefeuilles des assurés pendant leur durée de vie.

S'agissant de l'impact des mesures de politique monétaire de la BCE sur les ménages, de nombreuses études ont confirmé les effets du bas niveau des taux d'intérêt et des achats d'actifs sur le revenu des ménages. Des données tirées de l'enquête européenne sur les finances et la consommation des ménages (*European Household Finance and Consumption Survey*) ont montré que les emprunteurs nets ont bénéficié de taux d'intérêt plus bas, tandis que les épargnants nets ont enregistré une baisse de leurs revenus d'intérêts. Il a également été noté que les effets de la baisse des taux d'intérêt résultant des achats d'actifs étaient semblables à ceux liés à l'utilisation des instruments conventionnels de politique monétaire. De plus, pour juger des effets globaux du bas niveau des taux d'intérêt sur le revenu des ménages, il faut tenir compte de tous les canaux de transmission et pas seulement des revenus de l'épargne. Les effets macroéconomiques importants des achats d'actifs ont contribué à une hausse des salaires et de l'emploi, exerçant ainsi une incidence positive sur le revenu disponible et la consommation des ménages.

S'agissant des interactions potentielles entre politique monétaire et politique budgétaire, il a été considéré comme essentiel pour la réussite durable et la crédibilité de la politique monétaire, et en définitive pour l'acceptation et la confiance dans l'euro en tant que monnaie commune, de mettre clairement l'accent sur l'objectif principal de maintien de la stabilité des prix, conjugué à des dispositifs garantissant le respect de l'interdiction du financement monétaire. Afin de garantir la soutenabilité des finances publiques, les pays participant à l'union monétaire ont adopté des règles budgétaires communes et une procédure de surveillance budgétaire. En outre, l'organisation institutionnelle repose également sur la discipline de marché pour des politiques budgétaires saines, tandis que la politique monétaire doit respecter l'interdiction du financement monétaire. Il a également été rappelé que le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne a non seulement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

accordé son indépendance à la BCE, lui a assigné l'objectif principal de stabilité des prix et a interdit le financement monétaire, mais a également exigé que la BCE adhère au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre.

Dans ce contexte, il a été souligné que l'allocation des achats par l'Eurosystème de titres du secteur public entre les différentes juridictions, en prenant comme référence la clé de répartition du capital de la BCE, représente l'un des dispositifs de protection, permettant de préserver les incitations en faveur de politiques budgétaires saines. De plus, il a également été considéré comme important de fixer des limites de détention par émission et par émetteur afin de garantir que les États membres continuent de se financer majoritairement via le marché obligataire. Dans ce contexte, les marchés ont un rôle important à jouer en matière de discipline, les obligations achetées sur le marché primaire ne pouvant pas simplement être transmises à l'Eurosystème. Toutefois, il a également été avancé que, si l'Eurosystème devenait le principal détenteur des obligations d'État de la zone euro, cela pourrait affaiblir le rôle des marchés en matière de discipline et leurs incitations à évaluer la solidité budgétaire des émetteurs souverains de la zone. Les dispositifs de protection mentionnés précédemment ont été complétés par de nouvelles contraintes opérationnelles portant sur la conduite des achats, les critères relatifs à l'éligibilité des émetteurs souverains et un mécanisme de partage des risques, les risques associés à la détention dans le cadre du PSPP de titres de dette nationaux étant supportés par les banques centrales nationales respectives.

Il a également été observé que la combinaison d'une politique monétaire très expansionniste et de politiques budgétaires potentiellement non vertueuses ou non soutenables pourrait compromettre le fondement de la crédibilité de la politique monétaire. Des risques de dominance budgétaire pourraient apparaître, ce qui pourrait inciter la politique monétaire à ne pas relever les taux d'intérêt alors que l'accomplissement de son mandat le requiert. De même, parallèlement à l'accroissement du portefeuille de titres du secteur public au bilan de l'Eurosystème, les risques financiers pourraient augmenter, ce qui pourrait, dans des scénarios défavorables, nuire à l'efficacité de la politique monétaire à l'avenir. Par conséquent, il a été jugé essentiel d'intégrer des dispositifs de protection dans les modalités des achats d'actifs par l'Eurosystème, notamment un cadre fixant des limites et la référence à la clé de répartition du capital, afin d'atténuer le risque que la politique monétaire devienne dépendante des politiques budgétaires des différents pays. Ces dispositifs devraient donc constituer des principes directeurs. La remarque a également été faite que dans certaines situations, où des politiques budgétaires et structurelles inappropriées feraient peser une menace sur la transmission de la politique monétaire et la réalisation de l'objectif de stabilité des prix de la BCE, le Conseil des gouverneurs dispose également d'autres outils pouvant être activés conjointement à un programme d'ajustement du Mécanisme européen de stabilité.

Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que, même si des pondérations différentes peuvent être associées aux bénéfices et aux effets secondaires des achats d'actifs, les effets positifs des achats d'actifs sur l'économie dans un objectif de stabilité des prix l'ont jusqu'à présent nettement emporté sur les effets secondaires négatifs. Toutefois, il a également été noté qu'il ne pouvait pas être exclu que les effets indésirables puissent augmenter dans le temps et finissent par l'emporter sur les effets globalement positifs. Par conséquent, il a été jugé important d'évaluer en permanence l'efficacité et l'efficience

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

des mesures de politique monétaire, leurs canaux de transmission et leurs bénéfices et coûts. Dans ce contexte, il a été observé que l'ensemble des instruments mobilisés dans le cadre d'une politique monétaire expansionniste contribuaient à un environnement de taux d'intérêt bas. Par conséquent, les effets secondaires associés à des taux d'intérêt bas n'étaient pas une spécificité des achats d'actifs, comme dans le cadre du PSPP ou du PEPP, mais un facteur inhérent à tous les instruments de politique monétaire qui contribuent à un environnement de taux d'intérêt bas.

#### *Décisions de politique monétaire et communication*

S'agissant de la communication relative aux conclusions de la réunion du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue aujourd'hui, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions avancées par M. Lane dans son introduction.

Selon les membres du Conseil, la communication doit également souligner que deux facteurs principaux appellent de nouvelles mesures : premièrement, la révision à la baisse, liée à la pandémie, des perspectives d'inflation sur fond de baisse des prix de l'énergie et de hausse significative de la sous-utilisation des capacités productives, qui fait peser une menace sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme du Conseil des gouverneurs ; et, deuxièmement, le durcissement injustifié des conditions financières dans un environnement économique qui nécessiterait au contraire un assouplissement de ces conditions. En conséquence, il est important de souligner que des mesures de politique monétaire supplémentaires sont nécessaires pour apporter le degré requis de soutien monétaire et assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire à l'ensemble des secteurs et des juridictions, afin de soutenir une reprise rapide de l'activité économique vers les niveaux observés avant le coronavirus et de préserver la stabilité des prix à moyen terme.

À cet égard, le recalibrage du PEPP a été la ligne de conduite la plus appropriée, l'accroissement du PEPP et l'allongement de son horizon étant des mesures particulièrement efficaces pour permettre un nouvel assouplissement de l'orientation générale de politique monétaire, en conservant des coûts de financement favorables pour l'économie réelle et en apportant un soutien temporaire en réponse au choc lié à la pandémie qui affecte l'économie de la zone euro et la trajectoire d'inflation. En outre, il est important de souligner que la poursuite des achats de façon flexible, répartis sur différentes catégories d'actifs et différentes juridictions, permet au Conseil des gouverneurs de contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil pour réaffirmer que le Conseil des gouverneurs mettra en œuvre toutes les mesures nécessaires dans le cadre de son mandat et 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. Si cela doit inclure la possibilité d'un nouvel ajustement du volume et de la composition du PEPP, il convient de souligner que le Conseil des gouverneurs est prêt à ajuster toute la panoplie de ses instruments, notamment les TLTRO, les taux directeurs et les indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*).

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Enfin, il convient de souligner que les politiques monétaire et budgétaire sont de plus en plus complémentaires dans la situation actuelle, où le soutien monétaire supplémentaire va de pair avec les mesures prises par les gouvernements de la zone euro et les institutions européennes pour garantir des ressources suffisantes au secteur de la santé et soutenir les entreprises, les travailleurs et les ménages touchés par la crise. Dans le même temps, un appel a été lancé à de nouveaux efforts soutenus et rapides pour préparer et soutenir la reprise. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs se félicite tout particulièrement de la proposition de la Commission européenne relative à un plan de relance visant à soutenir les régions et secteurs les plus gravement frappés par la pandémie, à renforcer le Marché unique et à créer les conditions d'une reprise durable et prospère.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire suivantes :

- (1) L'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) sera augmentée de 600 milliards d'euros, pour atteindre un total de 1 350 milliards d'euros. En réaction à la révision à la baisse, liée à la pandémie, de l'inflation sur l'horizon de projection, l'accroissement du PEPP permettra un nouvel assouplissement de l'orientation générale de la politique monétaire, soutenant les conditions de financement dans l'économie réelle, en particulier pour les entreprises et les ménages. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire.
- (2) L'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP sera étendu au moins jusque fin juin 2021. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée.
- (3) Les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP seront réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2022. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.
- (4) Les achats nets en vertu du programme d'achats de d'actifs (*asset purchase programme*, APP) vont continuer à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, ainsi que les achats au titre de l'enveloppe supplémentaire temporaire à hauteur de 120 milliards, jusqu'à la fin de l'année. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP 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.
- (5) 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

- (6) 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.

Le Conseil des gouverneurs 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.

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

[Déclaration introductive lors de la conférence de presse du 4 juin 2020](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 3-4 juin 2020

### **Membres**

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Costa\*

M. Hernández de Cos\*

M. Herodotou

M. Holzmann

M. Kazāks

M. Kažimír\*

M. Knot

M. Lane

M. Makhlouf

M. Mersch

M. Müller

M. Panetta

M. Rehn

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Stourmaras

M. Vasiliauskas

M. Vasle\*

M. Vella

M. Villeroy de Galhau

M. Visco

M. Weidmann

M. Wunsch

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en juin 2020 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

### **Autres participants**

M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission \*\*

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale 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. Lünnemann  
M. Odór  
M. Rutkaste  
M. Sleijpen  
M. Tavlás  
M. Välimäki

### **Autres membres du personnel de la BCE**

Mme Graeff, directrice générale Communication  
M. Straub, conseiller auprès du président  
Mme Rahmouni-Rousseau, directrice générale Opérations de marché  
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques,  
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 20 août 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.