



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

8 octobre 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 9 et le jeudi 10 septembre 2020

.....
Christine Lagarde

Présidente de la Banque centrale européenne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a procédé à l'examen des évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 15 et 16 juillet 2020.

Le fonctionnement des marchés financiers de la zone euro a été en grande partie rétabli. Les symptômes de tensions se sont largement dissipés et le marché a retrouvé de la liquidité. L'indicateur composite de tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress*, CISS) n'est resté que légèrement supérieur à son niveau d'avant la période du coronavirus (COVID-19), l'écart étant principalement dû à la volatilité toujours élevée, en particulier sur les marchés boursiers.

Les conditions financières se sont également globalement améliorées dans la zone euro. La courbe des emprunts publics pondérés du PIB s'est encore déplacée vers le bas et a retrouvé ses niveaux d'avant la crise. Des parties importantes de la courbe se sont de nouveau situées en territoire négatif et très proches du niveau le plus bas jamais enregistré. Les écarts de rendement des emprunts publics ont également atteint leurs niveaux antérieurs à la crise, ou en ont été proches, et les écarts de rendement des obligations bien notées émises par les entreprises ont diminué de près de 20 points de base depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les écarts de rendement des obligations à rendement élevé ont même chuté de près de 50 points de base.

La divergence croissante entre le nombre de décès dus à la COVID-19, qui est resté stable à des niveaux faibles, et le nombre de nouvelles infections, qui a plus que triplé depuis début août 2020, a été un facteur d'explication de la résistance générale des marchés financiers. De nombreux intervenants de marché ont pensé que cette divergence – si elle persistait – diminuerait le risque de confinements généralisés, réduisant ainsi le risque baissier pour l'activité économique.

On a pu remarquer une dispersion croissante s'agissant de l'ampleur de l'assouplissement des conditions financières dans les différentes économies avancées, la zone euro accusant un retard. La dispersion pourrait s'expliquer en grande partie par deux facteurs, à savoir les évolutions sur les marchés boursiers mondiaux et les fluctuations des taux de change.

Même après les évolutions des derniers jours, l'indice boursier Standard & Poor's 500 était toujours supérieur de 50 % environ à son point bas de mi-mars et est demeuré au-dessus de ses niveaux d'avant la crise. Les actions chinoises se sont également négociées nettement au-dessus des niveaux antérieurs à la pandémie. Dans la zone euro, en revanche, les cours boursiers n'ont augmenté que de 32 % environ depuis la mi-mars 2020 et sont restés très inférieurs aux niveaux d'avant la crise.

Des facteurs idiosyncratiques pourraient expliquer en partie ces divergences. La composition sectorielle des marchés boursiers a été l'un de ces facteurs, dans la mesure où malgré la correction récente, le secteur de la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

technologie a continué de tirer le plus grand bénéfice de la pandémie. Les actions du secteur de la technologie ont un poids plus important aux États-Unis que dans la zone euro. Un deuxième facteur réside dans la baisse des primes de risque sur actions, qui a contribué fortement à la hausse des valorisations aux États-Unis. Dans la zone euro, l'inversion des primes de risque a été plus lente.

Des différences au niveau du rééquilibrage des portefeuilles pourraient avoir contribué à la divergence entre les primes de risque. Au cours de l'été, les taux d'intérêt réels ont baissé nettement plus vite aux États-Unis que dans la zone euro. Les rendements réels des bons du Trésor américain à dix ans sont actuellement proches de leurs points bas historiques et, pour la première fois depuis 2013, ils ont été inférieurs aux rendements équivalents dans la zone euro. Les données empiriques laissent penser qu'une légère hausse des anticipations d'inflation a eu tendance à faire augmenter les valorisations boursières, et cet effet a été considérablement plus important quand les taux d'intérêt réels étaient en territoire négatif. Les rendements réels négatifs ont également réduit le coût d'opportunité de la détention d'un actif zéro coupon tel que l'or, ce qui a contribué à expliquer en partie pourquoi les prix de l'or ont augmenté aussi fortement au cours de l'année.

De plus, la baisse des taux d'intérêt réels a probablement également accéléré la dépréciation du dollar américain. Le taux de change effectif nominal de l'euro s'est inscrit sur une tendance haussière depuis le début de la crise, sous l'effet dans une large mesure de l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar. Jusqu'à présent, l'euro s'est apprécié d'environ 7 % vis-à-vis du dollar par rapport à son niveau d'avant la pandémie. Les investisseurs ont eu tendance à réduire leurs avoirs en titres de créance libellés en dollars quand les points morts d'inflation ont augmenté, et cet effet a également été plus marqué lorsque les taux réels étaient négatifs.

Plus précisément, les analyses fondées sur des modèles ont identifié deux facteurs principaux à l'origine des récentes fluctuations des taux de change. Le premier, et le plus important, a été l'amélioration substantielle du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, c'est-à-dire l'inversion des précédents mouvements de report vers les valeurs refuges à destination des États-Unis. Les mesures décisives prises par les gouvernements de la zone euro pour lutter contre la crise ont probablement contribué à l'amélioration du sentiment à l'égard du risque. Un second facteur a probablement été lié aux politiques monétaires mises en œuvre aux États-Unis et dans la zone euro, reflétant en partie des différences relatives à la marge de manœuvre de la politique conventionnelle avant la pandémie. À plus long terme, le positionnement du marché est demeuré orienté vers une poursuite de l'appréciation de l'euro, les positions spéculatives nettes en dollars vis-à-vis des devises des économies avancées, notamment l'euro, restant importantes.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

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

S'agissant de l'environnement extérieur, l'effondrement généralisé de l'activité au deuxième trimestre a été suivi d'un rebond significatif, mais pas encore d'une reprise complète de l'économie, dans la mesure où des écarts

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

persistent. Ce profil d'évolution a été observé à l'échelle mondiale. Le commerce mondial a enregistré un recul à deux chiffres au deuxième trimestre. En phase avec l'activité économique mondiale, les échanges commerciaux se sont également redressés récemment. Même si les risques pesant sur l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial sont restés en grande partie orientés négativement, il existe également des risques à la hausse.

Les conditions financières ont continué de s'assouplir dans les économies avancées et les économies émergentes depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet. Un facteur important à l'origine du rebond des actifs risqués à l'échelle mondiale a été lié aux bonnes surprises macroéconomiques au niveau mondial – comme cela ressort de l'indice de surprise économique de Citigroup (*Citigroup Economic Surprise Index*) pour les économies avancées, qui a atteint un pic historique. De plus, le sentiment à l'égard du risque s'est amélioré. En particulier, les investisseurs et les prévisionnistes sont devenus plus optimistes s'agissant des perspectives relatives à la disponibilité précoce d'un vaccin.

Depuis la réunion de politique monétaire de juillet, le redressement des prix du pétrole semble s'être interrompu, avec une baisse des prix de 9,0 % – sous l'effet de la combinaison d'un ralentissement de la croissance de la demande et d'une offre plus élevée. L'euro a continué de s'apprécier vis-à-vis du dollar (+ 3,8 %) ainsi qu'en termes effectifs nominaux vis-à-vis d'un panier de 42 monnaies pondéré des échanges commerciaux (+ 1,7 %). L'appréciation de l'euro a résulté, en partie, de la faiblesse globale du dollar.

En ce qui concerne l'économie de la zone euro, le PIB en volume de la zone s'est contracté de 11,8 %, en glissement trimestriel, au deuxième trimestre 2020. Les données les plus récentes et les résultats d'enquêtes font état d'un fort rebond de la croissance du PIB au troisième trimestre – conformément aux prévisions à court terme qui incluaient des données à haute fréquence. L'activité s'est ralentie récemment dans le secteur des services par rapport au secteur manufacturier, ce qui a également été visible dans les résultats des enquêtes pour le mois d'août. Si l'on examine plus en détail les composantes du PIB, les dépenses de consommation ont fortement augmenté depuis avril, mais la reprise reste loin d'être complète. Les données d'enquêtes ont indiqué que la perception d'une insuffisance de la demande était devenue de plus en plus un frein à l'investissement – en particulier pour l'investissement des entreprises – au deuxième et au troisième trimestres 2020.

Sur le marché du travail, l'ajustement de l'emploi et du chômage a été relativement atone. Cette évolution a reflété en partie une hausse de l'inactivité, qui a probablement été liée à la soudaineté des pertes d'emplois en mars et avril. La majeure partie de l'ajustement du marché du travail a résulté d'une diminution du nombre moyen d'heures travaillées, qui a principalement reflété l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi. À plus long terme, même si les enquêtes et les indicateurs à haute fréquence se sont améliorés récemment, ils vont toujours dans le sens de pertes d'emplois au troisième trimestre, en dépit des effets des politiques relatives au marché du travail mises en œuvre.

En ce qui concerne les évolutions des prix dans la zone euro, la hausse annuelle de l'IPCH de la zone euro est revenue de 0,4 % en juillet à – 0,2 % en août (selon l'estimation rapide d'Eurostat). Dans l'ensemble, les dernières valeurs des mesures de l'inflation sous-jacente ont fait état d'un ralentissement modéré. Si l'on

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

examine plus en détail les évolutions de l'inflation ces derniers mois, la hausse des prix de l'énergie a continué de freiner l'inflation de la zone euro, les prix du pétrole se situant toujours à de bas niveaux, ce qui implique des taux de variation annuels très négatifs de la composante énergie. Toutefois, il convient de noter que l'inflation dans les services – qui a été liée beaucoup plus étroitement aux évolutions domestiques et qui a un contenu en salaires élevé – a également poursuivi son recul, revenant de 1,2 % en juin à 0,9 % en juillet et 0,7 % en août.

Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, et compte tenu de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, l'inflation totale de la zone euro devrait rester négative au cours des prochains mois avant de redevenir positive début 2021. De plus, les tensions sur les prix devraient rester contenues à court terme en raison de l'atonie de la demande, de la diminution des tensions sur les salaires et de l'appréciation de l'euro, en dépit de certaines tensions à la hausse liées à des contraintes d'offre.

En ce qui concerne les évolutions des salaires, le large recours aux dispositifs d'activité partielle (chômage partiel et technique) a entraîné une divergence importante entre la croissance de la rémunération par tête et celle de la rémunération par heure travaillée au premier et au deuxième trimestres 2020. La croissance des salaires négociés, en prenant en compte les effets ponctuels, ne s'est ralentie que modérément jusqu'à présent, mais s'est située clairement au-dessous des niveaux atteints en 2018 et 2019.

Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie, mais la hausse a été beaucoup plus faible qu'aux États-Unis et ils devraient se maintenir à des niveaux très modérés. Les mesures des anticipations d'inflation sont généralement restées à de bas niveaux.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, la courbe des taux anticipés de l'Eonia est restée légèrement inversée, mais il n'y a pas eu d'anticipations fermes d'une réduction du taux de la facilité de dépôt. Les taux sans risque à plus long terme sont restés à de bas niveaux dans un contexte de nouvelle baisse des taux réels. Sur les marchés de la dette souveraine, la fragmentation s'est atténuée, ce qui a entraîné un nouveau resserrement des écarts de rendement souverains. Les marchés des actifs risqués sont restés globalement stables dans l'ensemble, tandis que la tendance à l'assouplissement des conditions financières a été interrompue par l'appréciation de l'euro.

S'agissant de la monnaie et du crédit, la croissance de la monnaie au sens large (M3) a continué de se renforcer, atteignant 10,2 % en juillet 2020, après 9,2 % en juin. Cette forte croissance de la monnaie a traduit la création de crédit domestique et la poursuite des achats d'actifs effectués par l'Eurosystème, ainsi qu'une préférence accrue pour la liquidité de la part du secteur détenteur de monnaie. 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. Après des hausses prononcées au cours des premiers mois de la pandémie, le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est resté globalement stable en juillet, ressortant à 7,0 %. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages, qui s'est établi à 3,0 % en juillet, est demeuré stable depuis avril 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro devrait être fortement expansionniste en 2020, la plupart des dépenses supplémentaires comprenant des transferts vers les entreprises et les ménages. Des mesures budgétaires expansionnistes supplémentaires pourraient être prises au cours des prochains mois – de la part des États membres mais également dans le contexte du programme *Next Generation EU* (NGEU).

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que les dernières données disponibles indiquent un fort rebond de l'activité, après le recul record de la production de 11,8 % en rythme trimestriel au deuxième trimestre 2020 et la baisse cumulée de 15,1 % enregistrée au premier semestre 2020. La vitesse du rebond a été globalement conforme au rythme attendu présenté dans les projections de juin 2020. Toutefois, la reprise a été asymétrique, à savoir plus avancée dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services. De plus, la dynamique s'est légèrement ralentie récemment dans le secteur des services. Les dépenses de consommation ont augmenté, mais l'épargne accumulée reste élevée et les ménages devraient demeurer prudents, notamment dans le contexte de la détérioration attendue de la situation sur le marché du travail. Les données vont dans le sens d'une reprise partielle de l'investissement des entreprises dans la zone euro, même si les entreprises devraient annuler ou reporter les plans d'investissement dans un environnement caractérisé par une incertitude accrue, des capacités inutilisées et une détérioration des bilans.

Selon les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE, la production devrait rebondir au troisième et au quatrième trimestres, de 8,4 % et 3,1 %, respectivement. La croissance devrait s'établir en moyenne à – 8,0 % en 2020, 5,0 % en 2021 et 3,2 % en 2022. Ce n'est que vers la fin de l'horizon de projection que la production devrait retrouver son niveau d'avant la pandémie.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à – 0,2 % en août 2020, après 0,4 % en juillet. Cette forte baisse est imputable à un ralentissement de l'inflation hors produits alimentaires et énergie qui est revenue de 1,2 % à un point bas historique de 0,4 %. Même si des facteurs temporaires ont biaisé le chiffre d'août, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'être atténuées en raison de l'atonie de la demande et d'une importante sous-utilisation des capacités sur les marchés du travail. Les tensions sur les prix devraient rester modérées à court terme, en partie en raison de l'appréciation récente du taux de change de l'euro.

Depuis la réunion de politique monétaire de juillet, les mesures extraites des instruments de marché relatives aux anticipations d'inflation à plus long terme ont continué de se redresser par rapport à leurs points bas historiques atteints mi-mars, mais elles demeurent à de très faibles niveaux. Les mesures tirées d'enquêtes sont restées nettement supérieures aux mesures extraites des instruments de marché, mais elles se situent encore à des niveaux historiquement bas. Il convient également de suivre de près les anticipations d'inflation, compte

tenu du risque évident que le choc négatif dû à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation déclenche une nouvelle tendance à la baisse des anticipations d'inflation.

À court terme l'effondrement récent des prix du pétrole et la réduction temporaire de la TVA en Allemagne suggèrent des taux négatifs de l'inflation totale de la zone euro pour toute l'année 2020. Cependant, des effets de base liés à la composante énergie et, dans une moindre mesure, l'annulation de la baisse du taux de TVA en Allemagne, pourraient entraîner un rebond mécanique en 2021. L'inflation devrait rester durablement basse à moyen terme, en dépit d'une reprise progressive sur l'horizon de projection.

Les projections de septembre établies par les services de la BCE prévoient une hausse de l'inflation totale de 0,3 % en 2020, de 1,0 % en 2021 et de 1,3 % en 2022. La projection d'inflation inchangée pour 2022 masque une révision à la hausse de l'inflation sous-jacente (reflétant l'impact positif des mesures monétaires et budgétaires). Cependant, l'ampleur de la révision à la hausse de l'inflation sous-jacente a été atténuée par l'appréciation de l'euro. L'inflation totale prévue en 2022 n'a pas augmenté, la révision à la hausse de l'inflation sous-jacente étant contrebalancée par le profil modifié de la trajectoire des prix de l'énergie.

Les valorisations des actifs risqués ont continué à se redresser à travers le monde, sous l'effet d'une combinaison de données positives qui n'avaient pas été anticipées et des mesures fortes prises par les autorités. Dans la zone euro, les marchés boursiers ont fait preuve de résistance et les écarts de rendement des obligations se sont réduits. Les coûts composites de financement pour les sociétés non financières (y compris le coût de l'emprunt bancaire) ont continué à baisser. Une forte appréciation du taux de change de l'euro a été enregistrée depuis juillet. Même si cette appréciation a résulté dans une certaine mesure des améliorations du sentiment à l'égard du risque ainsi que de facteurs propres à la zone euro comme par exemple le plan de relance NGEU, elle a également reflété les évolutions des conditions monétaires par rapport au reste du monde.

Les mesures de politique monétaire de la BCE ont apporté un soutien crucial à la reprise économique de la zone euro. Les trajectoires de la production et de l'inflation auraient été inférieures à ce qui avait été prévu dans les projections de septembre, si, en juin, la BCE n'avait pas recalibré le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). En outre, la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) a été un facteur déterminant à l'origine de la tendance baissière des taux débiteurs des banques.

Les perspectives sont toujours entourées d'une grande incertitude et la balance des risques reste orientée à la baisse. Même si le plan de relance NGEU est une évolution positive, l'incertitude concernant l'évolution de la pandémie actuelle de COVID-19 et la matérialisation potentielle des interactions négatives entre sphères réelle et financière appellent à la vigilance. Au cours des prochains mois, l'orientation de la politique économique pourra s'appuyer sur des informations supplémentaires, avec le suivi de la dynamique sous-jacente de la pandémie, les évolutions des négociations relatives aux dispositifs post-transition relatifs au Brexit et les décisions concernant les plans budgétaires.

Dans ce contexte, au cours de la présente réunion, M. Lane a proposé de maintenir inchangée l'orientation globale de la politique monétaire et de confirmer une nouvelle fois l'intégralité des mesures de politique monétaire existantes.

Dans le même temps, il faut se garder de tout excès de confiance. L'inflation a été constamment inférieure aux niveaux correspondant à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs et les anticipations d'inflation demeurent proches de leurs points bas historiques, amplifiant les risques pesant sur l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme.

Par conséquent, le Conseil des gouverneurs devra suivre très attentivement les données disponibles du point de vue de leurs implications pour l'économie et pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Il est important de rester prêt à ajuster l'ensemble des instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à l'engagement en faveur de la symétrie.

Dans sa communication publique, le Conseil des gouverneurs doit :

- souligner que les données disponibles continuent d'indiquer une forte reprise de l'activité économique dans la zone euro, globalement conforme aux anticipations, bien que cette reprise demeure incomplète, inégale et entourée d'une très grande incertitude ;
- mettre l'accent sur le fait que les tensions inflationnistes devraient rester modérées en raison de la faiblesse de la demande, de la diminution des tensions sur les salaires et de l'appréciation du taux de change de l'euro ;
- indiquer que la projection d'inflation totale inchangée pour 2022 masque une révision à la hausse de l'inflation sous-jacente (reflétant l'impact positif des politiques monétaire et budgétaire, modéré toutefois par l'appréciation de l'euro) qui a été contrebalancée par la trajectoire révisée de la hausse des prix de l'énergie ;
- réaffirmer qu'une forte relance monétaire reste indispensable pour soutenir la reprise économique et contrebalancer l'impact négatif du choc de la pandémie sur la trajectoire prévue de l'inflation ;
- souligner que, dans le contexte actuel d'incertitude élevée, d'importantes capacités excédentaires et de volatilité accrue du taux de change, le Conseil des gouverneurs suivra très attentivement les données disponibles et restera 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 des perspectives économiques actuelles pour la zone euro ainsi que les risques pesant sur l'activité présentés par M. Lane dans son introduction. Les données les plus récentes et les résultats d'enquêtes indiquent une poursuite de la reprise économique dans la zone euro ainsi qu'un fort rebond de la croissance du PIB au troisième trimestre. Dans le même temps, le niveau d'activité reste très inférieur aux niveaux observés avant la pandémie. L'incertitude concernant l'évolution de la pandémie est de nature à peser sur la reprise du marché du travail ainsi que sur le redressement de la consommation et de l'investissement, mais l'économie de la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un renforcement de l'activité et de la demande mondiales. Cette évaluation se reflète aussi globalement dans les projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE pour la zone euro. La croissance annuelle du PIB en volume devrait ressortir à – 8 % en 2020, à 5 % en 2021 et à 3,2 % en 2022.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Il a été souligné que, malgré la révision à la hausse de l'activité mondiale et de la demande étrangère pour 2020 dans les projections de septembre, les échanges commerciaux de la zone euro n'avaient pas fait l'objet d'une révision à la hausse, ce qui pourrait indiquer un léger risque à la hausse. Toutefois, il existe également un certain nombre de risques à la baisse – notamment la probabilité d'un Brexit sans accord, qui semble être en train d'augmenter.

S'agissant de la volatilité récente du taux de change de l'euro, il a été indiqué que les évolutions du taux de change effectif nominal s'expliquaient dans une certaine mesure par une amélioration généralisée du sentiment à l'égard du risque et par une diminution des mouvements de report vers des valeurs sûres, reflétant en partie les évolutions plus favorables dans la zone euro ainsi que la faiblesse du dollar américain. Les changements introduits dans la politique monétaire aux États-Unis par rapport à la zone euro sont également considérés comme un facteur important. S'il a été souligné que le taux de change effectif nominal de l'euro était supérieur au niveau enregistré en 2018, il a néanmoins été suggéré que c'était le rythme de l'appréciation de l'euro, plutôt que le niveau du taux de change, qui pourrait devenir préoccupant. Au stade actuel, cependant, il est difficile de déterminer dans quelle mesure les mouvements récents du taux de change vont persister, en raison de la forte volatilité de ce taux et de la possibilité qu'il évolue dans les deux sens.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les données pour la zone euro devenues disponibles depuis la finalisation des projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème étaient globalement conformes aux anticipations. La perte d'activité au deuxième trimestre a en fait été un peu moins prononcée qu'on ne le craignait et la croissance du PIB en volume au troisième trimestre devrait s'avérer plus importante

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

que prévu. Des éléments indiquent que, en l'absence de confinement, l'activité – et en particulier la consommation domestique – connaîtra une amélioration significative au troisième trimestre, mais on ne sait pas dans quelle mesure ce rythme de reprise se maintiendra sur le reste de l'année. L'activité s'est ralentie récemment dans le secteur des services par rapport au secteur manufacturier, ce qui ressort également des résultats d'enquêtes pour le mois d'août. Les indicateurs à haute fréquence, tels que les données relatives aux profils de mobilité de la main-d'œuvre, ainsi que l'indice des directeurs d'achat pour le secteur des services, signalent une activité plus modérée et un essoufflement de la dynamique des ventes au détail. La baisse de la demande de services s'est également reflétée dans la moindre hausse des prix des services.

Si le choc lié à la pandémie a été commun à l'ensemble des pays de la zone euro, il a néanmoins été fait référence à l'hétérogénéité des évolutions de l'activité dans les différents pays, qui peut être attribuée à des différences dans l'évolution du virus, aux mesures d'endiguement et aux mesures de politique budgétaire mises en œuvre dans chaque pays, ainsi qu'à la structure de chaque économie. Il a été jugé que ces facteurs continueraient probablement d'être source de divergence au cours de la période à venir. Dans ce contexte, le fonds de relance NGEU est considéré comme important pour favoriser une plus grande égalité de traitement, l'étendue des mesures budgétaires nationales différant d'un pays à l'autre.

En analysant les perspectives de croissance figurant dans les projections de septembre établies par les services de la BCE, il a été considéré important de se garder d'être excessivement optimiste ou excessivement pessimiste. Les projections de juin réalisées par les services de l'Eurosystème ont été produites à proximité du point bas de la crise. Depuis, il y a eu une amélioration notable, avec une révision à la hausse de la croissance pour le deuxième trimestre 2020 et pour l'ensemble de l'année. Le risque d'un scénario sévère, souligné en juin, s'est atténué. Dans le même temps, l'accent a été mis sur le fait que les projections de septembre étaient globalement conformes aux projections de juin uniquement en raison des mesures prises par les autorités ; sans ces mesures, les perspectives de croissance et d'inflation auraient été bien pires. Il a également été indiqué que le PIB en volume et le PIB potentiel devraient, selon les prévisions, être plus faibles à la fin de l'horizon de projection qu'anticipé un an auparavant, ce qui corrobore la perspective de pertes permanentes liées à la pandémie.

Les membres du Conseil ont souligné que le degré d'incertitude demeurait exceptionnellement élevé. La forte incertitude économique pèse sur la consommation, le niveau de l'épargne de précaution en particulier dépendant des évolutions de la confiance des ménages. L'incertitude persistante qui entoure les retombées de la pandémie pourrait avoir comme effet de maintenir l'épargne des ménages à un niveau élevé pendant un certain temps. Étant donné l'incertitude qui entoure les perspectives, les dernières projections contiennent encore deux scénarios alternatifs. La remarque a été faite que le degré d'incertitude qui se reflète dans l'écart du niveau de PIB à la fin de l'horizon entre le scénario clément et le scénario sévère était plus élevé que dans les projections de juin 2020 réalisées par les services de l'Eurosystème. Toutefois, il a également été fait remarquer que la confiance dans le scénario de référence s'était considérablement accrue par rapport à juin et qu'il y avait également une confiance accrue dans le fait que les gouvernements feraient le nécessaire pour stabiliser l'économie en cas de futurs chocs défavorables.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Il a été noté que, si le scénario de référence prenait comme hypothèse que le virus était largement sous contrôle, une incertitude considérable entourait cependant l'évolution future de la pandémie et le développement d'un vaccin. Il a été affirmé que le scénario sévère ne pouvait être totalement exclu dans la mesure où il y avait une nouvelle vague d'infections, même si elle n'avait pas jusqu'à présent causé autant de décès que la première. De nombreux pays connaissent actuellement de nouvelles flambées du virus. Dans certaines parties de la zone euro, la recrudescence du virus est évaluée comme ayant un impact sur la reprise, et la probabilité que d'autres pays connaissent de nouvelles flambées épidémiques est considérée comme très élevée. Parallèlement à la recrudescence du virus, on peut s'attendre à ce que les mois d'hiver soient plus difficiles d'un point de vue médical. Il a également été souligné qu'il faudrait du temps pour qu'un vaccin soit largement disponible et que jusqu'à cette date, les craintes concernant l'économie demeureraient.

Une évaluation plus positive concernant le profil futur de la consommation privée repose sur l'opinion selon laquelle les gens apprendront à vivre avec le virus. En outre, la confiance est désormais plus grande dans le fait que les gouvernements seront capables d'éviter que leurs systèmes de santé ne soient submergés et qu'ils pourront endiguer la propagation du virus sans recourir à un confinement général, évitant ainsi des conséquences très néfastes pour l'économie. Il a également été fait référence au stock élevé d'épargne accumulée par les ménages, qui pourrait être utilisé plus rapidement que prévu dans les projections et favoriser un rebond de la croissance de la consommation au cours des prochaines années.

Il a été jugé qu'un risque à la hausse pour la croissance et pour le marché du travail émanait de la politique budgétaire, plusieurs gouvernements ayant décidé, ou examinant actuellement la possibilité, de prendre des mesures supplémentaires qui n'ont pas été intégrées dans les projections. Il a été souligné que le marché du travail avait été protégé de la chute de l'activité grâce à la mise en place de dispositifs de soutien et que les gouvernements avaient fait part de leur volonté de prolonger ces dispositifs lorsque cela était nécessaire. La crise fait également l'objet d'une approche plus déterminée à l'échelle européenne, et le scénario de référence de septembre n'inclut pas les dépenses supplémentaires liées au programme NGEU. D'une manière générale, il a été estimé qu'il fallait plus de temps pour mieux comprendre l'impact possible, y compris le calendrier, des mesures de relance budgétaire à l'échelle nationale et à l'échelle européenne. Il a été largement souligné qu'un soutien budgétaire était indispensable, devait être mis en place dès que possible et ne devait pas être supprimé trop tôt. Dans le même temps, du point de vue de la soutenabilité de la dette, il est important que l'expansion budgétaire soit temporaire et bien ciblée, et vise en particulier à améliorer la productivité et à favoriser une croissance économique durable.

Il a également été fait référence au risque de déflation par la dette au cours de la période à venir, étant donné la hausse de l'endettement des secteurs privé et public, et des craintes ont été exprimées concernant d'éventuels « effets de seuil » (*cliff effects*) à l'expiration des mesures budgétaires et prudentielles, avec le risque d'une amplification financière associée à une augmentation des faillites et des prêts non performants, notamment dans le secteur des sociétés non financières. Si les effets d'amplification financière défavorables ont été dans une certaine mesure inclus dans les projections de septembre s'agissant des taux débiteurs bancaires, le rebond rapide de l'investissement des entreprises prévu dans le scénario de référence pourrait néanmoins

apparaître comme étant optimiste, en partie en raison de la forte préférence des entreprises pour la liquidité. Toutefois, il a également été souligné que les gouvernements seraient capables de remédier au risque émergent de faillites, les programmes d'aide publique existants permettant de remédier aux pénuries de liquidité et de fonds propres.

Dans l'ensemble, la balance des risques entourant les perspectives de croissance dans la zone euro est considérée comme restant orientée négativement. Cette évaluation reflète dans une large mesure les implications économiques et financières encore incertaines de la pandémie.

S'agissant des politiques budgétaires, un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'une orientation budgétaire ambitieuse et concertée demeurerait essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. Les mesures budgétaires prises en réponse à l'urgence de la pandémie doivent autant que possible être ciblées et temporaires par nature. À cet égard, les trois filets de sécurité adoptés par le Conseil européen en faveur des travailleurs, des entreprises et des États souverains, pour un montant de 540 milliards d'euros, apportent un soutien important en matière de financement. Les membres du Conseil des gouverneurs accueillent également très favorablement le plan NGEU, d'un montant de 750 milliards d'euros, qui peut apporter une aide significative aux régions et aux secteurs les plus durement touchés par la pandémie, renforcer le Marché unique et créer les conditions d'une reprise durable et prospère.

Les membres du Conseil ont souligné que pour atteindre pleinement son potentiel, le paquet NGEU devra résolument s'inscrire au cœur de politiques structurelles saines, conçues et mises en œuvre au niveau national de manière à garantir une forte appropriation. Des politiques structurelles de qualité pourraient contribuer à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme au sortir de la crise, soutenant ainsi l'efficacité de la politique monétaire dans la zone euro. Les politiques structurelles ciblées sont particulièrement importantes pour revitaliser les économies de la zone euro, l'accent devant être placé sur la stimulation des investissements dans les domaines prioritaires tels que les transitions écologique et numérique.

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 variation annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à - 0,2 % en août 2020, après 0,4 % en juillet, reflétant des contributions plus faibles des composantes produits alimentaires, biens industriels non énergétiques et services. Sur la base des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, et compte tenu de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative au cours des prochains mois avant de redevenir positive début 2021. De plus, les tensions sur les prix vont rester contenues à court terme en raison de l'atonie de la demande, de la diminution des tensions sur les salaires et de l'appréciation de l'euro, en dépit de certaines tensions à la hausse liées à des contraintes d'offre. À moyen terme, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation.

Cette évaluation est ressortie largement des projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE pour la zone euro. L'inflation annuelle, mesurée par l'IPCH, devrait se situer à 0,3 % en 2020, 1,0 % en 2021 et 1,3 % en 2022. La projection d'inflation inchangée pour 2022 masque une révision

en hausse de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, reflétant en partie l'incidence positive des mesures monétaires et budgétaires, qui est largement contrebalancée par la révision de la trajectoire des prix de l'énergie.

Les membres du Conseil ont noté que si les perspectives d'inflation restent largement inchangées par rapport au scénario de référence des projections de juin, c'est en grande partie grâce aux mesures adoptées, qui ont été à l'origine d'une révision à la hausse de l'inflation sous-jacente, et que, en l'absence de ces mesures, les perspectives auraient été plus faibles. En outre, il a été souligné que l'inflation demeurerait inférieure à l'objectif du Conseil des gouverneurs sur l'horizon de projection, en dépit d'un très large soutien monétaire.

L'argument selon lequel les perspectives d'inflation figurant dans les projections de septembre semblent trop optimistes a été formulé. La situation sur le marché du travail devrait se traduire par une diminution des tensions sur les salaires au fil du temps. De plus, les estimations de la courbe de Phillips, en particulier celles intégrant l'écart de production ou utilisant le nombre total d'heures travaillées plutôt que l'écart de chômage, tendent à montrer une inflation plus faible que le scénario de référence de septembre. Les tensions inflationnistes sont très faibles dans plusieurs secteurs des services, et certains secteurs des services, comme l'hôtellerie, vont probablement enregistrer une reprise plus graduelle que prévu. La remontée de l'inflation à 1,3 % en 2022 pourrait également être considérée comme optimiste dans un contexte de forte baisse de l'activité et d'incertitude élevée. La trajectoire attendue de l'inflation reflète également une augmentation des prix du pétrole, telle qu'elle a été intégrée sur les marchés à terme, qui dépend du respect du récent accord de l'OPEP visant à réduire la production.

Dans le même temps, il a été noté que l'effet haussier sur la croissance des nouvelles mesures budgétaires, qui n'ont pas encore été intégrées dans les projections, impliquerait une diminution de l'écart de production, ce qui se traduirait normalement par une perspective d'inflation plus favorable. Il a été souligné que l'incertitude entourant l'inflation est actuellement extrêmement élevée. La relation entre sous-utilisation des capacités de production et inflation a été fortement biaisée par les mesures de confinement et les facteurs spécifiques à l'œuvre durant la pandémie, notamment l'incertitude relative à l'effet de la pandémie sur le volet offre et sur la croissance potentielle. Il a été proposé que l'effet relatif des chocs négatifs sur la demande et sur l'offre puisse être étudié de manière plus approfondie en analysant les évolutions sectorielles. Alors que l'activité dans des secteurs comme l'hôtellerie et le tourisme ne se redressera probablement pas rapidement, d'autres secteurs, comme l'informatique ou le commerce en ligne, ont, au contraire, enregistré un choc positif sur la demande.

Compte tenu de l'ouverture de l'économie de la zone euro, les membres du Conseil ont considéré qu'une nouvelle appréciation du taux de change représentait un risque pour la croissance et l'inflation. Il a été rappelé que les projections de septembre 2020 établies par les services de la BCE ont intégré un effet important lié à l'appréciation du taux de change sur l'inflation dans la zone euro. Il a été avancé qu'en définitive, l'effet d'un ajustement ponctuel du taux de change apparaîtrait plutôt dans le niveau des prix que dans le taux d'inflation. Par ailleurs, l'impact économique dépendra également des causes profondes de la variation du taux de change, qui sont difficiles à dissocier de manière fiable.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En analysant les évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté que les anticipations d'inflation à long terme, tirées de l'enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), se sont inscrites en baisse, à 1,6 %, leur niveau le plus bas depuis le début de l'Union économique et monétaire. Dans le même temps, les indicateurs de marché des anticipations d'inflation ont continué de se redresser, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant actuellement à 1,19 %. L'observation a été faite que les anticipations d'inflation semblent s'être globalement stabilisées et, même si l'incertitude relative aux perspectives d'inflation demeure élevée, les marchés commencent à exclure le risque de déflation. Dans le même temps, il a été souligné que les anticipations d'inflation restent très faibles et bien que le risque de déflation soit en diminution, il demeure non négligeable. Il a été avancé que la légère amélioration des anticipations d'inflation est essentiellement due aux décisions de politique monétaire prises en juin et que la perspective d'une nouvelle appréciation du taux de change fait peser des risques orientés négativement sur l'inflation.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La croissance de la monnaie au sens large (M3) a continué de s'accélérer, ce qui reflète la création de crédit domestique et la poursuite des achats d'actifs par l'Eurosystème ainsi que des motifs de précaution qui ont favorisé une préférence accrue pour la liquidité du secteur détenteur de monnaie. Les prêts bancaires au secteur privé ont continué d'être soutenus par les mesures prises par les autorités de surveillance, les autorités budgétaires et de politique monétaire, notamment la dernière opération TLTRO III. Les conditions des prêts bancaires demeurent très favorables, les taux débiteurs continuant de s'établir à des niveaux historiquement bas. Les taux de croissance élevés des prêts aux entreprises continuent de refléter les besoins de liquidité importants des entreprises en vue de financer leurs dépenses courantes, comme le versement des salaires et les besoins en fonds de roulement, et de consolider les coussins de liquidité. Si le rebond de l'activité économique a entraîné un léger redressement des revenus des entreprises et une évolution de la demande de prêts en faveur du long terme, l'incertitude caractérisant les perspectives économiques risque de compromettre la demande de prêts future. En effet, il a été souligné que les banques s'attendaient à un certain ralentissement de la demande de prêts future des entreprises, comme le montre la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire pour la zone euro.

L'incertitude entourant les perspectives économiques a été considérée comme une source de difficultés potentielles pour la transmission de la politique monétaire via le secteur bancaire, ce qui appelle un suivi attentif. Dans ce contexte, le rôle crucial des dispositifs de garantie de l'État dans le soutien de la distribution du crédit bancaire à l'économie réelle a été souligné, de même que la nécessité d'éviter les « effets de seuil » (*cliff effects*). La remarque a été faite que les effets de la pandémie n'étaient pas encore pleinement perceptibles dans les bilans des entreprises. D'éventuelles vulnérabilités financières dans le secteur des entreprises pourraient avoir des répercussions défavorables sur les bilans du secteur bancaire et ainsi être susceptibles de compromettre la transmission de la politique monétaire et d'engendrer des risques pour la stabilité financière. En particulier, en l'absence de nouvel assouplissement de la réglementation relative à la classification des prêts dans la catégorie « non performants », une augmentation des faillites d'entreprises résultant de la pandémie pourrait

entraîner une augmentation des prêts non performants dans les bilans du secteur bancaire, surtout si les États devaient commencer à retirer une partie de leur soutien, comme les moratoires sur les dettes ou les garanties des crédits. Un affaiblissement des bilans du secteur bancaire associé à une augmentation de l'endettement et des défaillances d'entreprises pourrait amener les banques à appliquer des taux plus élevés à leur clientèle et à réduire les prêts nouveaux, même si les taux débiteurs bancaires se situent actuellement toujours à des niveaux historiquement bas.

Dans ce contexte, il a été observé que les prix des actions bancaires n'avaient pas cessé de diminuer, les valorisations faibles des banques ressortant nettement des ratios cours/valeur comptable très faibles. Si les banques ont augmenté leurs provisions pour faire face à un accroissement des pertes attendues, la remarque a été faite que la faiblesse des valorisations bancaires peut refléter des perspectives de rentabilité médiocres et des doutes chez les investisseurs quant à la qualité des bilans du secteur bancaire et à l'adéquation du niveau des provisions compte tenu de la hausse attendue des défaillances et des faillites d'entreprises. L'attention a également été attirée sur le fait que les expositions souveraines des banques ont encore augmenté depuis le début de la crise, suscitant de nouvelles inquiétudes relatives au lien étroit entre banques et émetteurs souverains. Globalement, il est important de suivre attentivement la transmission de la politique monétaire, de s'assurer que la liquidité injectée va au financement de l'économie réelle et d'éviter de faire monter artificiellement les prix des actifs financiers et de renforcer le lien entre banques et émetteurs souverains.

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 globalement partagé l'évaluation présentée par Mme Schnabel et par M. Lane dans leurs introductions. Même si les conditions sur les marchés financiers ont poursuivi leur normalisation depuis la réunion de politique monétaire de juin, la valorisation des actifs risqués dans le monde continuant de se redresser, la tendance à l'assouplissement des conditions financières a été partiellement contrebalancée par l'appréciation de l'euro. Les écarts de rendement des obligations souveraines et des obligations d'entreprises de la zone euro se sont encore resserrés, tandis que les prix des actions, en dépit d'un certain affaiblissement des actions du secteur bancaire, ont fait preuve de résistance dans l'ensemble grâce à un sentiment favorable à l'égard du risque au niveau mondial et au soutien apporté par la politique monétaire et les politiques budgétaires. Toutefois, l'attention a été attirée sur le fait que si des valorisations boursières faibles dans certains secteurs reflètent les anticipations par les investisseurs d'un impact prolongé de la pandémie, globalement les actions semblent encore valorisées à des niveaux élevés, par exemple lorsqu'on observe des mesures comme les ratios cours/bénéfices (PER) corrigés du cycle. Cela indique la probabilité d'une certaine volatilité ou de corrections sur les marchés boursiers au cours de la période à venir, comme cela a été observé sur les marchés boursiers américains dans les jours qui ont précédé la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, depuis la réunion de juillet du Conseil des gouverneurs, le taux de change de l'euro s'est nettement apprécié par rapport à la quasi-totalité des devises des marchés avancés et émergents, reflétant en partie le sentiment positif à l'égard

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

du risque vis-à-vis de la zone euro, favorisé également par l'accord sur le plan NGEU et par les configurations de politique monétaire relatives des grandes juridictions. Dans ce contexte, le risque d'une nouvelle appréciation de l'euro a été jugé comme partiellement lié aux perceptions par les marchés de l'existence d'une marge pour de nouveaux changements de politique monétaire dans les différentes juridictions. Au vu de ces éléments, il a été considéré comme important de se garder de tout excès de confiance et de lutter contre la perception des investisseurs d'un pari à sens unique quant aux évolutions du taux de change.

Les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle une forte relance demeure indispensable pour soutenir la reprise économique et préserver la stabilité des prix à moyen terme. Si les données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs sont positives dans l'ensemble, suggérant une forte reprise de l'activité de la zone euro globalement conforme aux anticipations antérieures, les risques continuent d'être orientés négativement et la vigueur de la reprise reste entourée d'une grande incertitude. Dans cet environnement, les tensions inflationnistes devraient rester contenues en raison de l'atonie de la demande, de la diminution des tensions sur les salaires et de la récente appréciation de l'euro.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont accordés sur la proposition de M. Lane de laisser inchangée l'orientation globale de la politique monétaire et de confirmer une nouvelle fois la configuration actuelle des instruments de politique monétaire existants. Dans l'environnement actuel de forte incertitude, maintenir le cap de la politique monétaire a été considéré comme le plus approprié. Dans le même temps, un argument a été développé pour garder « les mains libres » compte tenu de l'incertitude élevée, souligner la nécessité d'évaluer précisément toutes les informations disponibles, notamment le taux de change de l'euro, et préserver une certaine flexibilité pour prendre les mesures de politique monétaire appropriées, le moment venu si cela s'avère nécessaire. Au cours des prochaines semaines, de nouvelles données vont être publiées, ce qui va améliorer la visibilité sur la façon dont les différentes forces à l'œuvre vont influencer les perspectives d'inflation à moyen terme. À cet égard, la dynamique de fond de la pandémie, l'évolution des négociations relatives aux dispositifs post-transition concernant le Brexit, les résultats de l'élection présidentielle aux États-Unis et les décisions relatives aux plans budgétaires au niveau des différents pays et au niveau de la zone euro devront être suivis attentivement.

Les membres du Conseil sont largement convenus que les mesures de politique monétaire de la BCE apportent un soutien crucial à la reprise de l'économie de la zone euro et aux tensions inflationnistes sous-jacentes. Il a été souligné que les perspectives d'inflation et de croissance auraient été nettement plus mauvaises si le Conseil des gouverneurs n'avait pas pris de mesures résolues depuis le déclenchement de la crise liée au coronavirus. La configuration de la politique monétaire soutient le flux de crédits aux ménages et aux entreprises et contribue à des conditions de financement accommodantes dans tous les secteurs de l'économie. À cet égard, les TLTRO ont continué de conforter la trajectoire décroissante des taux débiteurs bancaires et ont soutenu l'offre de crédits bancaires aux ménages et aux entreprises.

En ce qui concerne les deux objectifs du PEPP, il a été souligné que ce programme avait réussi à stabiliser la situation sur les marchés financiers dans la zone euro. Compte tenu de la normalisation de la situation sur les marchés et de la diminution des risques de fragmentation, il a été observé que le rôle du PEPP dans

l'assouplissement de l'orientation de politique monétaire avait pris une place centrale. Parallèlement à la poursuite des achats d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP), les achats effectués dans le cadre du PEPP fournissent un stimulus monétaire significatif, contribuant au ré-ancrage de l'inflation sur la trajectoire projetée avant le déclenchement de la pandémie. Dans ce contexte, il a néanmoins été souligné que, malgré la contribution positive de la politique monétaire à la dynamique de l'inflation sous-jacente, le scénario de référence retenu dans les projections de septembre prévoyait toujours que l'inflation demeurerait nettement inférieure à la trajectoire d'avant crise sur l'horizon de projection. Sur la base des informations disponibles, l'enveloppe du PEPP devrait probablement être utilisée intégralement afin de fournir le degré élevé de soutien monétaire nécessaire pour compenser l'incidence baissière de la pandémie sur la trajectoire de l'inflation, ce qui est également conforme aux anticipations actuelles des marchés. Il a été jugé important de rester ferme sur les annonces précédentes concernant l'enveloppe globale du PEPP, ce qui conforte l'engagement du Conseil des gouverneurs de ramener l'inflation à des niveaux conformes à son objectif. Dans le même temps, il a été avancé que le rythme des achats mensuels pouvait être réduit dans la mesure où les tensions sur les marchés financiers s'atténuent. Cela permettrait de constituer des coussins de sécurité au cas où les turbulences et la fragmentation venaient à réapparaître sur les marchés.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'il faut se garder de tout excès de confiance, comme souligné par M. Lane dans son introduction. D'importants risques à la baisse pèsent sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme, principalement liés aux conséquences économiques et financières encore incertaines de la pandémie. En outre, l'inflation a été constamment inférieure aux niveaux compatibles avec l'objectif d'inflation et les anticipations d'inflation demeurent faibles, ce qui fait peser un risque sur la perception de la capacité et de la détermination de la BCE à remplir son mandat. Alors que l'inflation hors énergie et produits alimentaires a été révisée à la hausse dans les dernières projections des services de la BCE, l'inflation totale devrait s'établir à 1,3 % durant la dernière année de l'horizon de projection, demeurant ainsi au-dessous de la trajectoire projetée avant la crise et assez éloignée de niveaux compatibles avec l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il était important pour le Conseil des gouverneurs de souligner qu'il se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif. Alors que le PEPP est considéré à l'heure actuelle comme le principal instrument permettant de renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire, il a été noté que de nouvelles réductions des taux directeurs et des modifications des conditions des TLTRO faisaient également partie de la panoplie d'outils permettant d'assouplir la politique monétaire, si nécessaire.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les propositions présentées par M. Lane dans son introduction. Il convenait de souligner que l'environnement actuel est entouré d'une incertitude élevée, qui impose au Conseil des gouverneurs d'évaluer avec soin l'ensemble des informations disponibles, notamment l'évolution du taux de change et ses implications pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Dans ce contexte, il convenait de souligner que si le taux de change de l'euro n'est pas un objectif de politique monétaire de la BCE, la valeur extérieure de l'euro est un déterminant important des évolutions de l'inflation dans la zone euro. À cet égard, l'appréciation récente du taux de change de l'euro a eu

une incidence non négligeable sur les perspectives d'inflation dans les projections de septembre établies par les services de la BCE.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que, dans le contexte actuel d'incertitude élevée, la volatilité récente du taux de change de l'euro nécessitait un suivi attentif en raison de ses éventuelles répercussions sur les perspectives de stabilité des prix à moyen terme. Il a été fait référence à la formulation utilisée par le Conseil des gouverneurs à propos de la volatilité du taux de change en 2017-2018, et il a été généralement estimé que la communication proposée était similaire et appropriée au stade actuel.

Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs devait 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. Cela implique également de réaffirmer la détermination constante du Conseil des gouverneurs à utiliser le PEPP de manière flexible afin de remédier à la menace éventuelle de fragmentation du marché et de préserver la transmission harmonieuse de la politique monétaire. De plus, il convenait de souligner que l'orientation de la politique monétaire demeurerait accommodante et que le Conseil des gouverneurs ne tolérerait pas un durcissement injustifié des conditions financières qui mettrait en péril le mandat de la BCE en matière de stabilité des prix.

Dans le contexte de l'annonce par le Système fédéral de réserve des États-Unis d'une déclaration révisée sur les objectifs à long terme et la stratégie de politique monétaire, il était important de souligner que la revue stratégique de la BCE avait été décalée en raison de la pandémie de COVID-19, et qu'elle reprendrait prochainement et serait un axe important des travaux du Conseil des gouverneurs au cours de l'année prochaine. Il a également été considéré important de souligner que, sans préjuger des délibérations en cours sur la revue stratégique, le Conseil des gouverneurs n'est pas contraint pour prendre les mesures nécessaires en vue de l'accomplissement du mandat de la BCE en matière de stabilité des prix. Dans ce contexte, il a également été souligné que l'objectif d'inflation de la BCE est symétrique et que le Conseil des gouverneurs réagirait avec la même détermination à des écarts durables à la baisse ou à la hausse par rapport à l'objectif d'inflation.

Enfin, il convenait de souligner que la politique budgétaire continue d'être essentielle pour soutenir le redressement de l'économie de la zone euro et apporter un soutien financier important à ceux qui ont été le plus durement touchés par la pandémie. On a instamment recommandé de ne pas retirer prématurément le soutien budgétaire, mais de l'orienter vers l'amélioration de la croissance de la productivité, le soutien à une croissance économique durable, l'incitation à l'innovation et le renforcement du potentiel de croissance à long terme de l'économie de la zone euro.

Décisions de politique monétaire et communication

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. 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.
2. Le Conseil des gouverneurs poursuivra ses achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 350 milliards d'euros. Ces achats contribueront à assouplir l'orientation globale de politique monétaire et à compenser ainsi l'incidence à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Les achats vont se poursuivre dans le temps, de façon souple, et concerneront l'ensemble des catégories d'actifs et des juridictions. Le Conseil des gouverneurs pourra ainsi contrecarrer efficacement les risques pesant sur une transmission harmonieuse de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets d'actifs au titre du PEPP au moins jusqu'à fin juin 2021 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Le Conseil des gouverneurs réinvestira les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP 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 appropriée de politique monétaire.
3. Les achats nets en vertu du programme d'achats 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 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. 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.
4. Le Conseil des gouverneurs continuera également à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés, ce qui soutient l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 10 septembre 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, 9-10 septembre 2020

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno

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 septembre 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 du 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
M. Garnier
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

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 26 novembre 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.