



**BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE**  
EUROSYSTEME

20 août 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 15 et le jeudi 16 juillet 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 3 et 4 juin 2020.

Dans les économies de marché avancées comme dans les économies de marché émergentes, les conditions financières se rapprochent des niveaux d'avant la pandémie à un rythme lent mais régulier, comme le reflète également le fort rebond des marchés boursiers à l'échelle mondiale. Sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro, les conditions de financement d'avant la pandémie ont été en grande partie rétablies. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont également continué de se redresser, à partir de très bas niveaux cependant, et les primes de risque sur le financement à court terme des banques et des entreprises ont poursuivi leur baisse.

Toutefois, l'optimisme sur les marchés financiers s'est accompagné d'une augmentation des cas de coronavirus (COVID-19) aux États-Unis et dans de nombreuses économies de marché émergentes, faisant craindre un échec plus large dans le contrôle de la propagation du virus. Cette divergence entre l'évolution de la pandémie et les évolutions sur les marchés financiers, associée à une forte incertitude concernant le profil et le rythme effectifs de la reprise économique ainsi qu'à la résurgence de tensions commerciales au niveau mondial, suscite des interrogations quant à la robustesse et à la capacité de résistance du sentiment des investisseurs.

Jusqu'à présent, les données de marché font apparaître trois principaux facteurs de stabilisation. Le premier est lié à des modifications de la réponse attendue des pouvoirs publics pour contenir la propagation du coronavirus (COVID-19). De nombreux intervenants de marché s'attendent désormais à ce que la réaction des pouvoirs publics à une nouvelle propagation du virus repose davantage sur des restrictions de l'activité économique moins invasives et plus ciblées géographiquement. Le deuxième facteur a trait au positionnement des investisseurs. En dépit du rebond des prix des actions depuis la mi-mars environ, la valeur des actifs gérés par les fonds actions domiciliés dans la zone euro est demeurée inférieure aux niveaux d'avant la pandémie. Le flux continu d'entrées vers les fonds d'investissement monétaires suggère que de nombreux investisseurs continuent de privilégier le maintien de positions liquides et assimilables à de la trésorerie. La politique monétaire est le troisième facteur ayant probablement contribué à prévenir une augmentation des primes de risque. En accroissant et en allongeant le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) lors de sa réunion des 3 et 4 juin, et en clarifiant l'horizon de la période de réinvestissement, le Conseil des gouverneurs a transmis le signal que la politique monétaire demeurerait un facteur de soutien tout au long de la crise. L'annonce du PEPP et de son allongement a également semblé interrompre la baisse des mesures des anticipations d'inflation à moyen terme extraites des instruments de marché.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans le même temps, les conditions financières en place dépendent encore de façon critique de la capacité des dirigeants européens à répondre aux fortes attentes suscitées par le fonds de relance européen. Par conséquent, les signaux provenant de la réunion du Conseil européen des 17 et 18 juillet 2020 sont très importants pour les investisseurs.

Aux effets stabilisateurs du PEPP s'ajoute le fort tirage observé lors de la quatrième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Selon les prévisions, l'excédent de liquidité devrait augmenter, pour atteindre de nouveaux records au cours des deux prochaines années, ce qui a probablement contribué au nouvel assouplissement des conditions du financement non garanti à court terme pour les banques et les entreprises. L'Euribor trois mois, référence essentielle pour les prêts aux entreprises, a retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie et les taux du *commercial paper*, pour les sociétés financières comme pour les sociétés non financières, ont poursuivi leur baisse. Les investisseurs traditionnels en *commercial paper*, tels que les fonds d'investissement monétaires, reviennent sur le marché, en particulier sur les échéances plus courtes, ce qui a contribué à rétablir la stabilité des conditions de marché. Dans le même temps, l'augmentation de l'excédent de liquidité n'alourdira pas nécessairement la charge pesant globalement sur les banques par rapport à la situation prévalant à la fin de l'année dernière, en raison des effets compensateurs des conditions généreuses des TLTRO.

Le fort tirage de liquidité au cours de la dernière opération TLTRO III, associé à l'impact de l'accroissement et de l'allongement du PEPP sur les primes à terme et les taux d'intérêt au jour le jour futurs, a également exercé une incidence sur la courbe des taux à terme de l'Eonia, qui s'est déplacée vers le bas depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les anticipations de nouveaux ajustements des taux d'intérêt directeurs de la BCE semblent cependant limitées, comme le confirment également les données d'enquêtes.

Dans l'ensemble, des éléments de plus en plus nombreux indiquent que la réponse des autorités publiques dans la zone euro – les politiques monétaire et budgétaire se complétant – a réussi à assouplir les conditions financières et à restaurer la confiance dans la reprise de l'économie de la zone euro. Cette évolution positive se reflète également de plus en plus dans la valeur extérieure de l'euro. Depuis la mi-mai 2020 environ, lorsque la proposition d'un fonds de relance a pris forme, l'euro s'est globalement apprécié vis-à-vis d'un large panier de devises des économies avancées comme des économies émergentes, reflétant probablement l'élimination des risques extrêmes et l'endigement comparativement réussi du coronavirus en Europe.

#### *Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro*

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

S'agissant de l'environnement extérieur, les évolutions de l'économie mondiale ont continué d'être dominées par la pandémie de COVID-19. L'économie mondiale a montré des signes de reprise après un net

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

ralentissement au deuxième trimestre 2020. Avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement partout dans le monde, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) a encore augmenté en juin pour s'établir à un niveau nettement supérieur au creux enregistré en avril. La hausse observée en juin dans presque toutes les grandes économies avancées et émergentes a résulté d'une nette amélioration, en rythme mensuel, dans les services et, dans une moindre mesure, dans le secteur manufacturier. Dans le même temps, le niveau de l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale continue d'aller dans le sens d'une contraction de l'activité en juin. Le commerce mondial devrait se redresser après la forte baisse enregistrée au deuxième trimestre.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin, les prix du pétrole ont augmenté de 11 % environ, s'établissant juste au-dessus de 42 dollars le baril, soutenus par un redressement plus marqué que prévu de la demande de pétrole en raison de l'assouplissement des mesures de confinement. Les réductions de l'offre de pétrole ont également contribué à un rééquilibrage sur le marché. L'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar, ainsi qu'en termes effectifs nominaux, depuis la réunion de politique monétaire de juin.

S'agissant de la zone euro, le PIB en volume a diminué de 3,6 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2020, et devrait s'être globalement encore contracté au deuxième trimestre – de façon largement conforme au scénario de référence des projections macroéconomiques de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Les données disponibles et les résultats d'enquêtes indiquent que, après le point bas observé en avril, l'activité économique a enregistré une amélioration significative en mai et en juin, alors que le virus a commencé à être endigué et que les mesures de confinement ont, par conséquent, pu être assouplies. Dans le même temps, les indicateurs économiques restent à des niveaux bien inférieurs à ceux qui étaient observés avant la pandémie. La reprise ne fait que débuter et demeure inégale selon les secteurs et les juridictions. L'activité économique de la zone euro devrait rebondir au troisième trimestre avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement, soutenue par des conditions de financement favorables, par une orientation budgétaire expansionniste et par une reprise de l'activité mondiale, même si l'incertitude quant au rythme et à l'ampleur du rebond demeure élevée.

La pandémie de COVID-19 et les mesures de confinement prises par les autorités publiques pour y faire face ont entraîné un effondrement de la croissance de la consommation au premier trimestre 2020. Dans le même temps, les transferts gouvernementaux, qui ont contrebalancé le recul du taux de croissance de l'excédent d'exploitation des entreprises et de la rémunération par tête, ont stabilisé la croissance des revenus au premier trimestre 2020 par rapport au quatrième trimestre 2019. Cela a entraîné une hausse de l'épargne, qui devrait avoir de nouveau très fortement augmenté au deuxième trimestre 2020. Des signes clairs d'une reprise de la consommation sont apparus depuis mai, mais les dépenses restent très inférieures à leurs niveaux d'avant le confinement. Le commerce de détail et les nouvelles immatriculations de voitures particulières ont augmenté en mai. Les indicateurs de confiance des consommateurs disponibles jusqu'en juin suggèrent que la consommation a connu une forte hausse en mai et en juin par rapport à avril.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant de l'investissement, l'investissement des entreprises de la zone euro devrait avoir nettement diminué au deuxième trimestre. Dans le même temps, les données d'enquêtes récentes, telles que les anticipations relatives à la production et la confiance des chefs d'entreprise, signalent un début de reprise au troisième trimestre 2020, comme prévu dans les projections de juin 2020. L'investissement résidentiel réel dans la zone euro devrait avoir fortement diminué au deuxième trimestre 2020 en raison des mesures de confinement, et ne devrait se redresser que progressivement.

Les données relatives aux échanges commerciaux, disponibles jusqu'en mars, montrent que, du point de vue des échanges intra-zone euro, les biens intermédiaires ont été les plus touchés en raison de la perturbation des chaînes de valeur au sein de la zone euro, mais le commerce de biens d'équipement, de voitures et de carburants ainsi que de biens de consommation a également souffert. Selon des données partielles disponibles pour avril, les exportations de l'ensemble des grandes économies ont été gravement touchées.

S'agissant du marché du travail, les dispositifs de soutien de l'État, tels que le chômage partiel, ont permis de protéger les emplois, comme en témoigne le recul limité de l'emploi total et la hausse limitée du taux de chômage. Ces dispositifs ont également été un facteur important de la baisse prononcée du nombre moyen d'heures travaillées. À plus long terme, les effets de la pandémie sur les marchés du travail de la zone euro pourraient encore s'accroître. Dans ce contexte, l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) a fait état d'une révision des anticipations relatives au taux de chômage, dans le sens d'un impact plus tardif de la pandémie sur le marché du travail, avec un taux de chômage qui devrait désormais atteindre un pic en 2021 plutôt qu'en 2020. Les indicateurs à haute fréquence relatifs aux publications d'offres d'emploi et aux taux de recrutement signalent également un impact plus sévère de la pandémie de COVID-19 sur le marché du travail de la zone euro.

En ce qui concerne l'évolution des prix dans la zone euro, selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation mesurée par l'IPCH de la zone euro a légèrement augmenté en juin, ressortant à 0,3 % après 0,1 % en mai, principalement en raison de variations moins négatives des prix de l'énergie. Cette évolution a largement contrebalancé le ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et de celle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, qui est revenue à 0,8 % en juin, après 0,9 % en mai. 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 à nouveau se ralentir au cours des prochains mois, avant de repartir à la hausse début 2021. 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.

Les mesures de l'inflation sous-jacente, qui ne sont disponibles en grande partie que jusqu'à mai, ont fléchi depuis février, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires affichant le recul le plus prononcé. Cela étant, il convient de garder à l'esprit que ces mesures restent entourées d'une forte incertitude, la part des prix imputés dans les données étant encore considérable, en particulier pour les services.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant des salaires, la croissance de la rémunération par tête a nettement reculé au premier trimestre 2020 et a été fortement touchée par les mesures d'indemnisation des salariés. La croissance annuelle de la rémunération par tête a diminué, revenant de 1,6 % au quatrième trimestre 2019 à 0,3 % au premier trimestre 2020. Cette baisse reflète l'incidence initiale, vers la fin du premier trimestre, des dispositifs d'activité partielle (chômage partiel et technique) qui ont permis aux travailleurs de conserver leur statut d'employé mais n'ont que partiellement compensé les pertes de rémunération. L'impact de ces dispositifs est également visible dans la croissance annuelle de la rémunération horaire, qui a augmenté pour s'établir à 3,1 % au premier trimestre 2020, après 1,8 % au quatrième trimestre 2019, en raison de la forte diminution du nombre d'heures effectivement travaillées par tête.

Pour la période à venir, les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes se sont détériorées. D'après la dernière enquête EPP menée par la BCE pour le troisième trimestre 2020, les anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH s'établissent à 0,4 % pour 2020, 1,0 % pour 2021 et 1,3 % pour 2022. Les anticipations d'inflation à plus long terme ressortent en moyenne à 1,6 % pour 2025, par rapport à 1,7 % pour 2024 lors de la précédente campagne. Dans le même temps, les indicateurs des anticipations d'inflation dans la zone euro extraits des instruments de marché ont continué de se redresser depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, mais ils restent à des niveaux modérés.

S'agissant de la politique budgétaire, l'orientation budgétaire de la zone euro (nette de l'effet des stabilisateurs automatiques) a été évaluée comme étant fortement expansionniste en 2020. Les réponses budgétaires nationales à la pandémie incluent les garanties de l'État et les injections de fonds propres, qui sont très hétérogènes dans les différents pays de la zone euro. La plupart des pays prévoient de retirer la majeure partie des mesures expansionnistes discrétionnaires en 2021, mais les stabilisateurs automatiques continueront d'agir. De vastes mesures budgétaires nationales supplémentaires ont été récemment annoncées et le fonds de relance de l'UE pourrait également fournir un support budgétaire significatif dans la période à venir.

Dans l'ensemble, les conditions financières dans la zone euro sont restées largement inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin, mais sont plus restrictives qu'avant la crise. L'inversion de la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est accentuée, ce qui signifie que les marchés financiers intègrent des taux à court terme bas pour le moment. Dans l'ensemble, les marchés anticipent que les taux resteront inchangés pendant une très longue période. Les taux sans risque à plus long terme ont diminué dans la zone euro comme aux États-Unis depuis la réunion de politique monétaire de juin. Alors que les taux nominaux à long terme ont fléchi dans des proportions analogues dans les deux économies, la diminution du taux réel via une hausse de la composante inflation a été nettement plus prononcée aux États-Unis. Par conséquent, l'écart de longue date entre les taux réels aux États-Unis et dans la zone euro s'est pratiquement refermé.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, la croissance de l'agrégat monétaire large (M3) s'est accentuée, s'établissant à 8,9 % en mai 2020, après 8,2 % en avril. La forte croissance monétaire reflète la création de crédit bancaire, qui continue de résulter largement des besoins de liquidité élevés de l'économie. En outre, la forte incertitude économique a entraîné un mouvement de report vers les avoirs monétaires à titre

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

de précaution. 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 dynamique des prêts aux sociétés est restée soutenue en mai, en raison des besoins de financement des entreprises liés à l'exploitation, dans un contexte de contraction des flux de trésorerie – avec, toutefois, des variations importantes d'un pays à l'autre. La croissance annuelle des prêts aux sociétés non financières s'est encore accentuée pour ressortir à 7,3 % en mai 2020, après 6,6 % en avril, reflétant la nécessité pour les entreprises de financer leurs dépenses courantes et leur fonds de roulement. Les garanties de l'État ont joué un rôle important pour répondre à la demande de prêts des entreprises. Cependant, le montant, les caractéristiques et le tirage des prêts dans le cadre des dispositifs de garanties de l'État diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre. Dans le même temps, le taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages est demeuré inchangé en mai, à 3,0 %, après avoir baissé durant deux mois consécutifs, dans un contexte de contraintes persistantes sur la consommation.

Selon les résultats de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, en dépit du recul considérable de l'activité économique au deuxième trimestre 2020, les critères d'octroi des prêts aux entreprises sont restés globalement inchangés. Les mesures monétaires et budgétaires ont joué un rôle essentiel pour maintenir des critères d'octroi de prêts favorables aux entreprises. Pour le troisième trimestre 2020, toutefois, les banques de la zone euro prévoient un durcissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises, reflétant des préoccupations relatives à la solvabilité des emprunteurs et, dans certains pays, à la fin prévue des dispositifs de garanties de l'État. En ce qui concerne les prêts au logement consentis aux ménages, les critères d'octroi se sont durcis en termes nets au deuxième trimestre 2020, reflétant notamment la détérioration des revenus des ménages et des perspectives d'emploi dans le contexte de la pandémie.

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

En résumé, M. Lane a souligné que, après une forte baisse au cours des premières semaines du deuxième trimestre, les données disponibles signalaient une augmentation du niveau de l'activité économique de la zone euro, ce qui est globalement conforme au scénario de référence des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Toutefois, l'étendue et l'ampleur de la reprise restent inégales et partielles. Les indicateurs à haute fréquence comme les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent que l'activité a atteint un point bas en avril. Parallèlement à l'endiguement en cours du virus et à l'assouplissement des mesures de confinement, des signes d'un début de reprise de la consommation sont apparus, tandis que la production industrielle a enregistré un rebond significatif dans certains pays.

Toutefois, un certain nombre de facteurs freinent une reprise plus complète. Premièrement, la remontée des taux de transmission de la COVID-19 dans plusieurs grandes économies a conduit les autorités à suspendre ou à annuler les plans de réouverture, avec un impact perceptible sur la demande extérieure adressée à la zone euro. Deuxièmement, les enquêtes indiquent que l'emploi est en retard sur la production, les baisses effectives

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

et attendues de l'emploi et des revenus, dans un contexte d'épargne de précaution des ménages, pesant sur les dépenses de consommation. Troisièmement, l'incertitude exceptionnellement élevée relative à l'évolution de la pandémie et aux perspectives économiques continue de freiner l'investissement des entreprises.

La hausse de l'IPCH s'est légèrement accentuée en juin, mais elle demeure proche de zéro, tandis que les mesures de l'inflation sous-jacente ont légèrement fléchi, sous l'effet d'une modération des tensions sur les prix des services et des biens industriels non énergétiques. Depuis la réunion de politique monétaire de juin, les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter par rapport à leurs points bas historiques de mi-mars, mais demeurent à de très faibles niveaux. Bien que les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme tirés d'enquêtes restent largement supérieurs aux mesures extraites des instruments de marché, les anticipations d'inflation à plus long terme rapportées dans la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) ont légèrement diminué, ressortant à 1,6 %, contre 1,7 % lors de la campagne précédente.

Les conditions financières dans la zone euro sont demeurées globalement stables depuis la réunion de juin, mais sont nettement plus restrictives qu'avant l'aggravation de la pandémie. En outre, alors que les conditions d'octroi des prêts bancaires demeurent globalement favorables, la dernière campagne d'enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les banques s'attendent à un durcissement net considérable des critères d'octroi de crédits aux entreprises, en partie lié à la fin attendue des dispositifs de garanties de l'État.

Les mesures de politique monétaire de la BCE se diffusent progressivement dans l'économie, apportant un soutien crucial à la reprise économique dans la zone euro et contribuant à compenser le déplacement vers le bas, lié à la pandémie, de l'évolution prévue de l'inflation. Dans le même temps, ces perspectives sont entourées d'une incertitude élevée et soumises à des risques à la baisse, liés en particulier aux perspectives de l'économie mondiale et à l'émergence d'éventuelles interactions négatives entre sphères réelle et financière. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a dû attendre de nouvelles données pour pouvoir mieux évaluer l'évolution future de l'économie et la mesure dans laquelle l'inflation retrouverait sa trajectoire d'avant la crise au sein de l'horizon de projection.

M. Lane a donc 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. En outre, il est important de souligner que, en dépit du raffermissement de l'activité économique, il faut se garder de tout excès de confiance. Le degré de sous-utilisation des capacités productives est extrêmement élevé, l'incertitude reste forte et le sentiment des marchés est exceptionnellement fragile. Dans ce contexte, les perspectives d'évolution de l'activité économique et de l'inflation incluses dans les projections de juin sont conditionnées à un soutien substantiel de la politique monétaire, et un durcissement prématuré des conditions financières pourrait compromettre la reprise en cours.

Dans sa communication, le Conseil des gouverneurs doit souligner que : (a) les informations disponibles signalent une reprise de l'activité économique dans la zone euro, dont le niveau reste cependant bien inférieur à celui d'avant le début de la pandémie, et les perspectives très incertaines ; (b) les tensions inflationnistes

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



devraient demeurer très modérées en raison de la forte contraction du PIB en volume et de l'augmentation significative des capacités excédentaires qui en résulte ; (c) dans le contexte actuel d'incertitude élevée et d'importantes capacités excédentaires, une forte relance monétaire reste indispensable pour soutenir la reprise économique et ramener l'inflation à sa trajectoire d'avant la crise au sein de l'horizon de projection ; et (d), il doit réaffirmer qu'il mettra en œuvre toutes les mesures nécessaires dans le cadre de son mandat et qu'il 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 données disponibles et les résultats d'enquêtes indiquent que, après le point bas observé en avril, l'activité économique a enregistré une amélioration significative en mai et en juin, alors que le virus a commencé à être endigué et que les mesures de confinement ont, par conséquent, pu être assouplies. Dans le même temps, les indicateurs économiques restent à des niveaux bien inférieurs à ceux qui étaient observés avant la pandémie. La reprise ne fait que débiter et demeure inégale selon les secteurs et les juridictions. Après avoir reculé de 3,6 %, en glissement trimestriel, au premier trimestre 2020, le PIB en volume de la zone euro se serait, globalement, encore contracté sur l'ensemble du deuxième trimestre, de façon largement conforme au scénario de référence des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. L'activité économique de la zone euro devrait rebondir au troisième trimestre avec la poursuite de l'assouplissement des mesures d'endiguement, soutenue par des conditions de financement favorables, par une orientation budgétaire expansionniste et par une reprise de l'activité mondiale, même si l'incertitude quant au rythme et à l'ampleur du rebond demeure élevée. De manière générale, l'ampleur de la contraction et de la reprise ultérieure dépendra essentiellement de la durée et de l'efficacité des mesures d'endiguement, du succès des politiques d'atténuation des conséquences défavorables sur les revenus et sur l'emploi et de la mesure selon laquelle les capacités de l'offre et de la demande intérieure seront durablement affectées. Le sentiment s'est imposé que, malgré une incertitude encore élevée, la confiance dans le scénario de référence des projections de juin s'était accrue dans l'ensemble.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'activité mondiale a rebondi vers la fin du deuxième trimestre, tandis que le commerce mondial est demeuré très faible. Il a été souligné que les évolutions du commerce mondial sont un facteur essentiel de redressement de l'économie de la zone euro et que les signes d'une amélioration des échanges commerciaux par rapport à de faibles niveaux doivent encore se renforcer. La dynamique modérée des échanges a été vue comme affectant à la fois les exportations intra et extra-zone euro. Si la contribution des échanges a été jusqu'à présent globalement proportionnelle à la baisse totale du PIB en volume de la zone euro, le secteur des exportations reste néanmoins exposé aux évolutions de la pandémie de COVID-19 dans les autres pays du monde et aux mesures adoptées par les partenaires commerciaux. La pandémie affectant les économies de façon séquentielle et à des degrés différents, cela implique des reprises inégales et, au niveau mondial, une plus grande dépendance à l'égard de la demande intérieure que de la demande extérieure pour soutenir la reprise, et à l'égard des chaînes de valeur nationales plutôt que mondiales.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres du Conseil ont largement admis que les données les plus récentes étaient plus positives et que, dans certains cas, l'amélioration était plus marquée qu'anticipé

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

précédemment. Sur la base de données récentes et des résultats d'enquêtes, les estimations mécaniques relatives au PIB en volume de la zone euro vont désormais dans le sens d'une croissance trimestrielle légèrement moins négative au deuxième trimestre de cette année que ne l'indiquaient les projections de juin, mais aussi d'une croissance plus faible que prévu au troisième trimestre. Lors de l'examen de ces estimations mécaniques, il a été rappelé qu'un rebond « technique » était à attendre après une période d'importantes mesures d'endiguement et que cela ne répondrait pas à la question de savoir dans quelle mesure la reprise pourrait être régulière sur la période à venir. Il a également été observé que la plupart des bonnes surprises dans les données devenues disponibles provenaient d'enquêtes et que les indicateurs plus prospectifs, tels que les nouvelles commandes et les anticipations des entreprises, restaient bien inférieurs à leurs niveaux moyens. Dans le même temps, il a été avancé que les estimations mécaniques pour le deuxième trimestre reposaient sur des données observées, mais que les informations disponibles pour le troisième trimestre étaient encore peu nombreuses. Par conséquent, on ne peut exclure qu'une dynamique plus favorable au deuxième trimestre se prolonge au troisième trimestre. Il a été généralement souligné que, au moment des projections de septembre établies par les services de la BCE, de plus amples informations seraient disponibles pour une nouvelle évaluation de ce profil et des implications pour les perspectives d'activité à moyen terme.

Les membres du Conseil ont réaffirmé qu'une incertitude élevée continuait d'entourer les perspectives économiques de la zone euro et que cette incertitude était toujours essentiellement liée à l'évolution future de la pandémie et à la découverte d'une solution médicale, tant dans la zone euro qu'à l'échelle mondiale. L'incertitude accrue depuis le déclenchement de la pandémie est restée visible au travers du profil plus plat et des queues plus épaisses des distributions de probabilités. Dans le même temps, il a été reconnu que dans l'ensemble, une plus grande confiance peut être accordée au scénario de référence des projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème. Le « scénario sévère » décrit dans les projections est à présent considéré comme moins probable, tandis que des évolutions plus positives ne peuvent également pas être exclues.

Il a été souligné que, même si le scénario de référence est devenu plus plausible, il reste entouré de risques élevés. Les risques à la hausse sont liés à la possibilité que les ménages déstockent « l'épargne forcée » accumulée durant la période de confinement, entraînant certains « effets de rattrapage » de la consommation. Les risques à la hausse sont également liés à l'impact du fonds de relance de l'UE et du train de mesures budgétaires mis en place dans la plus grande économie de la zone euro, qui n'avaient pas été pris en compte dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Dans le même temps, les membres du Conseil ont évoqué plusieurs risques orientés négativement pesant sur les perspectives de croissance, en particulier au-delà du court terme. Outre les risques provenant de l'économie extérieure, il a été fait référence à d'éventuels « effets de seuil » (*cliff effects*) apparaissant à l'expiration des diverses mesures de soutien, en particulier en ce qui concerne le marché du travail. Cela pourrait entraîner des hausses du chômage en tant que tel plutôt que des diminutions du nombre d'heures travaillées par personne employée observées jusqu'à présent, et des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que des périodes prolongées de chômage pourraient générer des effets d'« hystérèse ». Une deuxième série de risques a été considérée comme étant associée au secteur des entreprises, dans lequel les perspectives d'activité moroses et l'incertitude élevée freinent

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'investissement. Tandis que les mesures prises ont atténué, dans une certaine mesure, les déficits de liquidité sévères, il existe à présent un risque croissant de problèmes de solvabilité au cours des prochains mois, qui pourrait compromettre une reprise économique robuste. Dans ce contexte, des références ont été faites au risque d'interactions négatives entre l'économie réelle et le secteur financier. Au total, les membres du Conseil ont jugé que la balance des risques entourant les perspectives de croissance dans la zone euro reste orientée négativement.

S'agissant des politiques budgétaires, il a été souligné qu'une orientation ambitieuse et concertée demeure essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. Les mesures prises en réaction à l'urgence de la pandémie doivent autant que possible être ciblées et temporaires par nature. Les trois filets de sécurité en faveur des travailleurs, des entreprises et des États adoptés en avril par le Conseil européen pour un montant total de 540 milliards d'euros doivent – une fois pleinement opérationnels – apporter un important soutien en matière de financement aux États membres de l'UE souhaitant y recourir. Toutefois, pour l'avenir, il convient d'entreprendre rapidement d'autres actions d'envergure afin de soutenir la reprise. Les membres du Conseil se sont par conséquent félicités tout particulièrement de la proposition « *Next Generation EU* » de la Commission européenne, conçue pour soutenir les régions et les secteurs les plus durement touchés par la pandémie, pour renforcer le Marché unique et pour créer les conditions d'une reprise durable et prospère. Il a été jugé primordial que les dirigeants européens trouvent rapidement un accord sur un train de mesures ambitieux. Les membres du Conseil ont noté que l'impact quantitatif qui pourrait être attendu de la proposition « *Next generation EU* » dépend du temps qu'il faudra pour activer les fonds et de la manière dont ceux-ci seront dépensés.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est légèrement accélérée, passant de 0,1 % en mai à 0,3 % en juin, principalement en raison d'évolutions moins négatives des prix de l'énergie. 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 à nouveau se ralentir au cours des prochains mois, avant de repartir en hausse début 2021. À moyen terme, l'affaiblissement de la demande devrait exercer des pressions à la baisse sur l'inflation, pressions qui ne seront que partiellement compensées par des tensions à la hausse liées aux contraintes pesant sur l'offre.

Dans le cadre de leurs échanges de vues, les membres du Conseil ont mis en évidence un certain nombre de facteurs s'agissant des perspectives d'inflation à court terme. Même si les évolutions des prix du pétrole ont entraîné un rebond de l'inflation totale, celle-ci est restée proche de zéro et près de 30 % des rubriques du panier de l'IPCH ont affiché des taux d'inflation négatifs. De plus, l'inflation sous-jacente a été faible et devrait être nettement inférieure à 1 % au second semestre 2020. Il a été souligné que la dynamique de l'inflation sous-jacente, comme celle de l'activité économique, n'apparaîtrait clairement qu'une fois les mesures temporaires arrivées à expiration. Les évolutions actuelles de l'inflation ont également continué d'être entourées d'incertitude dans la mesure où les prix de certaines composantes du panier de l'IPCH doivent encore être imputés plutôt que collectés. L'attention a également été attirée sur la possibilité que la réduction de la TVA en

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Allemagne fasse temporairement passer l'inflation totale de la zone euro en territoire négatif et que ces effets ponctuels nécessitent une communication appropriée.

S'agissant des anticipations d'inflation, les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations à long terme ont continué de se renforcer depuis les points bas historiques atteints mi-mars, mais ils restent dans l'ensemble à des niveaux faibles. Si les indicateurs des anticipations d'inflation tirés des enquêtes se sont détériorés depuis le début de la pandémie, les anticipations à plus long terme ont varié moins fortement que les anticipations à court et moyen terme. S'agissant des indicateurs de marché, il a été observé que même si la probabilité neutre à l'égard du risque de taux d'inflation très faibles ou négatifs extraite des options zéro coupon sur l'inflation à cinq ans a diminué, elle est demeurée relativement élevée.

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 la monnaie reflète la création de crédit bancaire, qui a continué d'être influencée, dans une large mesure, par les besoins de liquidité élevés dans l'économie. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières a encore augmenté en mai 2020, reflétant la nécessité pour les entreprises de financer leurs dépenses courantes et leurs besoins en fonds de roulement. Dans ce contexte, le crédit bancaire a été considéré comme particulièrement important pour les petites et moyennes entreprises qui n'ont pas accès au financement de marché. Il a été remarqué que la transmission de la politique monétaire via le secteur bancaire a été efficace, en partie parce que les bilans des banques étaient plus solides au début de la pandémie qu'ils ne l'étaient avant la crise financière de 2008. Le rôle des dispositifs de garanties de l'État pour les prêts a également été mentionné comme facteur de soutien de la croissance des prêts, des inquiétudes étant exprimées quant à d'éventuels futurs « effets de seuil » à l'expiration de ces programmes.

Les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro ont indiqué que les banques prévoient un durcissement net des critères d'octroi des prêts aux entreprises au troisième trimestre 2020, signalant des risques que la croissance soutenue du crédit observée récemment ne soit pas durable. Des préoccupations ont été exprimées quant à l'apparition d'interactions négatives entre l'économie réelle et le secteur financier, en particulier entre les sociétés non financières et les banques, notamment si les dispositifs de garantie de l'État étaient retirés trop tôt. Il a également été noté que les critères d'octroi des prêts aux ménages s'étaient durcis au deuxième trimestre, reflétant principalement une détérioration de leurs revenus et des perspectives d'emploi dans le contexte de la pandémie. Dans le même temps, il a été avancé que le durcissement net attendu des critères d'octroi ne devait pas faire l'objet d'une surinterprétation dans le contexte de l'assouplissement antérieur très important qui avait résulté des mesures de soutien.

Il a été jugé nécessaire de suivre avec attention la transmission de la politique monétaire, dans la mesure où la disponibilité et le coût du financement, notamment via le canal bancaire, pourraient devenir plus tendus, ce qui pourrait avoir un effet défavorable sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Il a été souligné que les effets de la pandémie sur les bilans des entreprises ne deviendraient évidents qu'avec le temps, dans la mesure où la pandémie n'est pas encore sous contrôle au niveau mondial et où ses répercussions complètes ne se sont pas encore matérialisées. Une augmentation des prêts non performants et

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

des faillites d'entreprises résultant de la pandémie pourrait affecter les bilans des banques et compromettre la transmission de la politique monétaire via le secteur bancaire, ce qui pourrait également engendrer des risques pour la stabilité financière. Dans ce contexte, il a été souligné que, même si la politique monétaire a été en mesure de fournir de la liquidité et de soutenir les conditions de prêt favorables, il appartient à la politique budgétaire de traiter les problèmes de solvabilité qui pourraient apparaître dans le secteur financier et le secteur des entreprises à la suite du choc lié au coronavirus.

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

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont partagé les évaluations présentées par Mme Schnabel et par M. Lane dans leurs introductions. Même si les conditions sur les marchés financiers ont continué de se normaliser depuis la réunion de politique monétaire de juin, elles demeurent plus restrictives et plus fragiles qu'avant la pandémie, une certaine fragmentation étant toujours constatée sur les marchés financiers. De nouvelles plus-values ont été enregistrées sur les marchés boursiers et la réduction des écarts de rendement obligataires a été contrebalancée en partie par une appréciation de l'euro. Il a été souligné que les mesures de politique monétaire et budgétaire, ainsi que la volonté exprimée par le Conseil des gouverneurs de se tenir prêt à faire plus, ont permis une amélioration significative des conditions financières depuis le pic de la crise du coronavirus. Cette amélioration a été considérée comme particulièrement remarquable, dans la mesure où elle est intervenue dans le contexte d'une augmentation significative des déficits budgétaires et d'une hausse du niveau des dettes publique et privée. Dans le même temps, il a été jugé que le calme des marchés financiers reposait sur la poursuite attendue des mesures de soutien. L'attention a également été attirée sur le fait que les évolutions positives récentes sur les marchés n'étaient pas complètement étayées par des données économiques et qu'elles pourraient être fondées sur des anticipations exagérément optimistes relatives au plan de relance du Conseil européen et aux progrès réalisés dans le développement d'un vaccin.

Les membres se sont accordés sur le fait qu'une orientation très accommodante de la politique monétaire continuait d'être appropriée en raison des perspectives de stabilité des prix modérées à moyen terme, caractérisées par des anticipations d'inflation proches des points bas historiques et une sous-utilisation importante des capacités productives. Il a été souligné que la politique monétaire du Conseil des gouverneurs avait été efficace pour assouplir les conditions financières par rapport aux niveaux plus restrictifs observés à la suite du choc lié au coronavirus et qu'une partie du stimulus devait encore se transmettre à l'économie réelle au cours des prochains mois. Un suivi attentif est nécessaire. Dans le même temps, l'incertitude entourant les perspectives économiques est demeurée élevée. Dans ce contexte, l'orientation actuelle de la politique monétaire a été considérée comme appropriée et un recalibrage n'a pas été jugé nécessaire à l'heure actuelle.

En conséquence, 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. Même si les marchés financiers ont été plus calmes qu'au pic de la crise pandémique et si les données disponibles ont signalé que l'activité à court terme était globalement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

conforme au scénario de référence présenté dans les projections macroéconomiques de juin, la situation demeure fragile et les risques restent orientés négativement. En particulier, le risque d'une hausse persistante du taux de chômage et l'incertitude relative à la mesure selon laquelle le secteur des entreprises pourrait faire face à des problèmes de solvabilité ont été soulignés. L'incertitude reste élevée et les perspectives d'inflation demeurent atones, montrant clairement qu'il ne faut pas relâcher les efforts. Si l'incertitude existante nécessite le maintien de la configuration actuelle des instruments de politique monétaire lors de cette réunion, il a cependant été souligné que de plus amples informations seraient disponibles à l'automne. Plusieurs mesures budgétaires temporaires devraient alors arriver à échéance et les entreprises seraient exposées plus directement à l'impact du choc pandémique.

S'agissant du PEPP, il a été souligné que la flexibilité du programme est un élément clef de son efficacité et de son efficience pour soutenir la transmission de la politique monétaire dans le temps et entre les différentes catégories d'actifs et juridictions. Il a également été rappelé que, si la flexibilité de la mise en œuvre du PEPP a été essentielle pour un assouplissement réussi des conditions de marché en période de tensions, la clef de répartition du capital de la BCE fournit la référence pour l'allocation des achats.

Il a également été affirmé que la flexibilité du PEPP suggérait que l'enveloppe d'achats nets devait être vue comme un plafond plutôt que comme une cible. Il a été souligné que les dernières données disponibles avaient surpris favorablement et que certains risques à la baisse qui entouraient les perspectives économiques au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin s'étaient atténués, accroissant la possibilité qu'il ne soit pas nécessaire de recourir à la totalité de l'enveloppe. Dans le même temps, il a été rappelé que le PEPP avait été conçu pour atteindre le double objectif de contrecarrer les risques pesant sur la bonne transmission de la politique monétaire dans la zone euro et ceux pesant sur la stabilité des prix à moyen terme en raison de la crise pandémique. Plus précisément, il vise à compenser le déplacement vers le bas de la trajectoire projetée de l'inflation lié à la pandémie. En conséquence, dans le scénario de référence des projections macroéconomiques établies pour juin par les services de l'Eurosystème et en l'absence de surprises à la hausse significatives s'agissant des perspectives d'inflation à moyen terme, la présomption actuelle est que l'enveloppe du PEPP devrait être entièrement utilisée.

S'agissant du programme de TLTRO III, il a été souligné que le très fort tirage lors de l'opération de juin 2020 est le signe que le programme s'avère efficace pour fournir des conditions de financement très favorables au secteur bancaire, tandis que la transmission au crédit à l'économie réelle a été vue comme nécessitant un suivi attentif. La prudence a été jugée de mise, les dispositifs de garantie de l'État jouant un rôle clef dans le soutien apporté au crédit bancaire à l'heure actuelle, comme l'indique la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire. Dans ce contexte, d'autres analyses ont été jugées nécessaires pour dresser un tableau plus représentatif de l'utilisation des fonds de TLTRO III, notamment de la mesure dans laquelle la liquidité fournie s'est traduite par des crédits aux entreprises et aux ménages.

À plus long terme, des informations supplémentaires, notamment d'autres publications de données quantitatives, de nouvelles projections établies par les services de la BCE et des informations sur les mesures budgétaires, seront disponibles d'ici septembre. Ces nouveaux éléments apporteront plus de clarté quant aux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

perspectives d'inflation à moyen terme. Dans le même temps, il a été souligné que, s'agissant du flux d'informations au cours de l'été, il serait inhabituellement difficile d'extraire des signaux relatifs aux perspectives à moyen terme pour l'économie et la trajectoire d'inflation, l'ampleur du rebond initial de l'activité ne constituant pas nécessairement un bon indicateur de la rapidité et de la solidité de la reprise. Dans tous les cas, lors de sa réunion de septembre, le Conseil des gouverneurs sera mieux à même de réévaluer l'orientation de sa politique monétaire et ses instruments.

### *Décisions de politique monétaire et communication*

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que, même si l'orientation de politique monétaire reste inchangée, la communication revêt une importance particulière à l'heure actuelle. Des arguments ont été présentés en faveur du maintien du cap actuel en matière de communication, les anticipations des marchés étant en phase avec les intentions du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, il a été indiqué que certaines des incertitudes qui prévalaient au moment de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue en juin se sont atténuées, tandis que la balance des risques demeure orientée négativement. Dans le même temps, il a généralement été estimé que la communication devait parvenir à un juste équilibre entre reconnaître l'amélioration des données disponibles et souligner la persistance de risques. À cet égard, un large consensus s'est dégagé pour maintenir la communication actuelle. L'attention a également été attirée sur le besoin de clarté de la communication relative à l'impact de la réduction du taux de TVA en Allemagne, qui pèsera temporairement sur l'inflation totale dans la zone euro.

Dans le contexte actuel d'incertitude, il est apparu important de réaffirmer que la flexibilité du PEPP sera utilisée autant que nécessaire, en fonction des conditions de marché, et que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à agir, avec l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour apporter le degré requis de soutien monétaire. Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs devait indiquer clairement que l'enveloppe du PEPP demeure disponible dans sa totalité. S'il a été souligné que le Conseil des gouverneurs devait éviter de créer de nouvelles anticipations de mesures supplémentaires de politique monétaire, il devait également mettre l'accent sur le fait qu'il dispose des outils et de la marge de manœuvre nécessaires pour prendre de nouvelles mesures le cas échéant.

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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



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 la politique monétaire et à compenser ainsi l'évolution à la baisse de la trajectoire projetée de l'inflation, en lien avec la pandémie. 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. 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 adéquate de la 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.

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 16 juillet 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, 15-16 juillet 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. Makhoul

M. Mersch

M. Müller

M. Panetta

M. Rehn\*

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Stournaras

M. Vasiliauskas

M. Vasle\*

M. Vella

M. Villeroy de Galhau\*

M. Visco

M. Weidmann

M. Wunsch

(\*) Membres ne disposant pas de droit de vote en juillet 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  
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**

M. Bracke, directeur général adjoint Communication  
M. Straub, conseiller auprès de la présidente  
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 8 octobre 2020.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.