



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

14 janvier 2021

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 décembre 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 de politique monétaire

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 28 et 29 octobre 2020.

Les évolutions observées sur les marchés financiers internationaux ont résulté d'une nette amélioration du sentiment du marché à l'égard du risque. Le principal catalyseur a été la nouvelle de l'efficacité et du déploiement imminent de plusieurs vaccins contre le coronavirus (COVID-19). Deux facteurs supplémentaires ont renforcé et amplifié l'amélioration du sentiment du marché. Premièrement, les signes indiquant un programme à venir de relance budgétaire bipartite aux États-Unis se sont multipliés dans le sillage du début officiel du processus de transition présidentielle. Deuxièmement, l'annonce par le Conseil des gouverneurs de la BCE qu'il recalibrerait ses instruments lors de sa réunion de décembre a renforcé la confiance dans l'engagement de la BCE à ce que la politique monétaire reste une source de soutien fiable. Cet engagement a favorisé un assouplissement généralisé des conditions financières.

Sur les marchés boursiers, les secteurs et les pays les plus durement touchés par la pandémie sont ceux qui ont le plus bénéficié de l'espoir qu'un vaccin permettrait de rétablir l'activité économique et sociale plus rapidement. Ce groupe inclut plusieurs grands pays de la zone euro. Toutefois, malgré la forte reprise observée récemment, les valorisations boursières des entreprises de nombreux secteurs de la zone euro frappés par la crise demeurent bien inférieures aux niveaux d'avant la pandémie.

Sur les marchés des obligations d'État de la zone euro, l'amélioration du sentiment à l'égard du risque a favorisé une nouvelle baisse des écarts de rendement des obligations souveraines moins bien notées ces dernières semaines. L'ensemble des pays de la zone euro peut maintenant obtenir des financements par endettement à long terme à des taux équivalents ou inférieurs à la moyenne pondérée par le PIB des taux des obligations des économies avancées hors zone euro. Cette situation souligne l'ampleur de la relance monétaire actuellement fournie par la BCE et qu'elle devrait fournir dans le futur, pour alléger le coût social et économique de la pandémie.

La politique monétaire a aussi probablement joué un rôle essentiel pour atténuer la hausse des rendements sans risque dans la zone euro en réaction aux chocs macroéconomiques positifs. Les taux d'intérêt réels à long terme et les anticipations d'inflation ont évolué en sens opposé ces dernières semaines. Les *swaps* d'inflation à dix ans ont augmenté de plus de 25 points de base depuis la réunion du Conseil des gouverneurs, à la faveur de l'espoir d'une reprise plus rapide qu'antérieurement prévu, tandis que les taux réels se sont inscrits en baisse régulière. De plus, l'écart de rendement du *Bund* allemand à dix ans par rapport au taux des *swaps* au jour le jour (OIS) correspondants s'est inscrit en baisse à partir de la mi-septembre 2020, les rendements du *Bund*

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

allemand ayant nettement plus reculé que les taux des OIS correspondants. Ces évolutions reflètent habituellement l'anticipation d'une modification de l'offre nette d'obligations, ce qui concorde avec le fait que les investisseurs anticipent un recalibrage du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP).

Par conséquent, l'orientation accommodante de la politique monétaire actuellement intégrée aux marchés des obligations souveraines de la zone euro est quasi-inédite depuis la crise financière mondiale, tant par son ampleur que par sa généralisation aux différents pays. La courbe des rendements souverains pondérés par le PIB de l'ensemble de la zone euro a été nettement inférieure à son niveau d'avant la pandémie et fermement ancrée en territoire négatif. La dispersion des rendements souverains à dix ans de la zone euro a atteint un nouveau point bas depuis 2008.

Les conditions favorables sur les marchés des obligations souveraines et l'appétence accrue pour le risque ont également laissé leur empreinte sur les marchés du crédit en euros. Les écarts de rendement entre émetteurs financiers et non financiers ont encore diminué et se rapprochent désormais de leurs niveaux d'avant la crise de la COVID-19.

S'agissant des évolutions des taux de change, avec la fin de l'année qui approche, les risques d'un Brexit sans accord se sont nettement accrus ces derniers jours. Si les intervenants de marché tant au Royaume-Uni que dans la zone euro semblent préparés à un scénario de Brexit sans accord, la volatilité implicite du taux de change de l'euro vis-à-vis de la livre sterling a fortement augmenté ces derniers jours, notamment pour les échéances courtes.

De plus, l'optimisme concernant les percées médicales et l'accélération de la reprise mondiale ont continué d'alimenter la faiblesse du dollar. Le taux de change effectif nominal du dollar s'est déprécié de plus de 3,5 % en novembre 2020. Des données tirées de modèles suggèrent que l'amélioration du sentiment du marché, qui reflète les perspectives d'une reprise mondiale plus rapide, a été le principal facteur à l'origine de la récente appréciation de l'euro. Une comparaison entre la performance sur les marchés boursiers des entreprises exportatrices de la zone euro et celle des entreprises dont les modèles d'activité dépendent davantage de la demande intérieure suggère qu'il n'existe aucun élément, pour l'instant en tout cas, attestant que les effets de compétitivité négatifs sont perçus par les investisseurs comme contrebalançant nettement les effets positifs sur la demande mondiale liés à la faiblesse du dollar.

Dans l'ensemble, les conditions financières tant au niveau mondial que dans la zone euro sont très accommodantes. L'analyse des services de la BCE suggère que la politique monétaire a joué un rôle important pour restaurer et assouplir les conditions financières au niveau mondial. Cela a accru de manière substantielle les effets positifs liés à la diminution de l'aversion pour le risque des intervenants de marché.

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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant de l'économie mondiale, la dynamique de croissance a fléchi dans un contexte d'augmentation des cas d'infection et de politiques d'endiguement plus strictes, tandis que les informations relatives aux vaccins ont amélioré les perspectives pour l'avenir. Le PIB mondial et le commerce international ont été durement touchés en 2020 et la contraction sévère de la demande mondiale a eu de graves effets sur les exportations des entreprises de la zone euro. D'importants plans de soutien budgétaire ont préservé les emplois et dopé le revenu disponible, notamment dans les économies avancées, et la consommation privée s'est fortement redressée au troisième trimestre. Toutefois, les perspectives pour le quatrième trimestre se sont considérablement affaiblies en raison de la résurgence des infections à la COVID-19, conjuguée à l'hypothèse d'un Brexit sans accord et à un fléchissement du soutien budgétaire dans de nombreux pays. L'indice des directeurs d'achat (PMI) s'est nettement dégradé en novembre dans les principales économies avancées, à l'exception des États-Unis. Le commerce international s'est fortement redressé au troisième trimestre. Selon les données prospectives de l'indice des directeurs d'achat relatives aux nouvelles commandes à l'exportation, le commerce international devrait continuer de s'inscrire en hausse au quatrième trimestre.

Les conditions financières mondiales se sont encore assouplies, sous l'effet d'une hausse des prix des actions et d'une baisse des écarts de rendement.

Les prix du *Brent* ont dépassé les 48 dollars le baril dans un contexte d'amélioration du sentiment du marché à l'égard du risque au niveau mondial, soit une augmentation de 20 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue en octobre. L'euro s'est nettement apprécié par rapport au dollar (3,2 %), mais est resté globalement stable en termes effectifs nominaux (0,3 %).

S'agissant de la zone euro, les projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème font état d'une détérioration des perspectives à court terme, suivie d'un solide rebond, le PIB en volume renouant avec son niveau d'avant la crise à la mi-2022 dans le scénario de référence, ce qui s'inscrit globalement à l'intérieur de la fourchette des projections des autres institutions et des prévisionnistes du secteur privé. S'agissant des évolutions récentes, selon Eurostat, le PIB en volume a augmenté de 12,5 % en glissement trimestriel au troisième trimestre 2020. La production manufacturière est demeurée globalement inchangée entre juillet et septembre. Dans le même temps, la reprise dans le secteur des services accuse un retard par rapport au secteur manufacturier, se ralentissant également, et une forte divergence des niveaux d'activité a été observée au sein du secteur des services. Les perspectives à court terme ont été dominées par l'effet des nouvelles mesures d'endiguement introduites pour freiner la résurgence des infections au coronavirus.

Concernant les composantes de la demande, la consommation privée a fortement rebondi au troisième trimestre, mais elle est restée bien inférieure à son niveau d'avant la pandémie. La forte demande de biens durables, notamment la part de la consommation reportée depuis le deuxième trimestre, a contribué au rebond, bien que la mesure dans laquelle la « demande latente induite par le confinement » a été satisfaite demeure incertaine. S'agissant du quatrième trimestre, les ventes au détail ont bien résisté en octobre, tandis que les données relatives aux paiements par carte de crédit ont fait état d'une baisse notable des dépenses pendant la dernière semaine d'octobre et le mois de novembre, quoique nettement moins prononcée que la réduction du nombre de clients dans les points de vente de détail et les lieux de loisirs. Avec des dépenses en baisse et des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

revenus toujours soutenus par les dispositifs de chômage partiel mis en place par les gouvernements, le taux d'épargne devrait s'inscrire de nouveau en hausse au quatrième trimestre.

L'investissement des entreprises, qui est étroitement lié à l'évolution de la production, a également rebondi au troisième trimestre. Les perspectives d'investissement des entreprises sont cependant demeurées atones à la lumière de la baisse des recettes, de la faiblesse des taux d'utilisation des capacités de production et de la fragilité des bilans des entreprises. Les échanges commerciaux dans la zone euro ont fortement rebondi au troisième trimestre 2020 (tirés par les échanges de biens) et ont apporté une contribution positive à la croissance du PIB. Toutefois, les nouvelles mesures de confinement devraient interrompre le profil de reprise des échanges commerciaux.

S'agissant du marché du travail de la zone euro, le taux de chômage n'a augmenté que d'environ 1,2 point de pourcentage depuis février 2020 et s'est établi à 8,4 % en octobre 2020, grâce aux mesures de soutien spécifiques mises en place par les gouvernements, en particulier sous la forme de dispositifs de maintien de l'emploi, notamment les systèmes de chômage partiel. Au troisième trimestre, la croissance de la population active s'est redressée après les fortes baisses enregistrées durant les premiers mois de la pandémie. Dans le même temps, les indicateurs à haute fréquence suggèrent que les créations d'emplois ont été très durement touchées pendant la pandémie.

S'agissant des évolutions nominales, les projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème incluent des révisions à la baisse de l'inflation mesurée par l'IPCH et de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX). Ces projections, qui prévoient que l'inflation mesurée par l'IPCH passera de 0,2 % en 2020 à 1,0 % en 2021, puis augmentera progressivement pour ressortir à 1,4 % en 2023, se sont inscrites à des niveaux globalement comparables à ceux des prévisions établies par d'autres institutions internationales et par le secteur privé pour le moyen terme.

L'inflation totale est ressortie à -0,3 % en novembre selon l'estimation rapide d'Eurostat, sans changement pour le troisième mois de suite. L'inflation mesurée par l'IPCHX est également demeurée globalement inchangée, à 0,2 %, tandis que la variation des prix de l'énergie et des produits alimentaires a légèrement baissé.

Les baisses de la variation des prix des services qui ont été observées sont pour l'essentiel liées aux voyages et devraient donc en grande partie s'inverser à l'avenir. L'inflation totale devrait rester négative en décembre 2020, mais renouer avec des taux de croissance positifs début 2021. Des facteurs spécifiques, notamment des modifications temporaires de la fiscalité indirecte, ont continué à jouer un rôle important dans les évolutions récentes de l'inflation totale et des perspectives d'inflation à court terme.

La croissance des salaires négociés est ressortie en baisse à 1,6 % en glissement annuel au troisième trimestre 2020, poursuivant sa tendance légèrement baissière par rapport au niveau de 2,0 % enregistré au premier trimestre 2020. Néanmoins, la persistance des évolutions des salaires a soutenu l'inflation en 2020. Le taux de croissance du déflateur du PIB s'est établi à 1,0 % au troisième trimestre 2020, après 2,4 % au deuxième trimestre, entraînant un resserrement de l'écart vis-à-vis de l'inflation mesurée par l'IPCHX. L'activité

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

ayant rebondi au troisième trimestre, les marges bénéficiaires se sont améliorées, demeurant toutefois inférieures à leur niveau d'avant la crise. Le recours plus général aux dispositifs d'aide publique a constitué un important facteur de stabilisation des marges bénéficiaires pendant la crise actuelle.

S'agissant des anticipations d'inflation, les indicateurs extraits des instruments de marché et ceux tirés d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme restent modérés. Les participants à l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) continuent également de voir des risques plus élevés de faible inflation à plus long terme. Par exemple, la probabilité d'une inflation mesurée par l'IPCH inférieure à 1 % a doublé, passant de 10 % en 2013 à 20 % environ récemment.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, l'inversion de la courbe des taux à terme de l'Eonia s'est atténuée et il n'y a pas d'anticipations d'une réduction du taux de la facilité de dépôt. Les anticipations relatives à la politique monétaire ont contribué à maintenir les taux sans risque à long terme à un bas niveau. Les prix des actions ont augmenté depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, dans une large mesure sous l'effet d'un sentiment du marché positif, mais ne sont pas encore étayés par une amélioration des anticipations de croissance des bénéfices. Les écarts de rendement des obligations émises par les entreprises se sont resserrés. L'assouplissement des conditions financières reflète la valorisation plus élevée des actifs risqués après les annonces concernant les vaccins, ainsi que l'anticipation d'un soutien additionnel des autorités publiques.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance monétaire est vigoureuse, des flux de crédit abondants à destination des sociétés non financières ayant été enregistrés depuis début 2020. Des éléments indiquent que le crédit bancaire a atteint les pans de l'économie qui en avaient le plus besoin. Avec l'introduction des diverses mesures de soutien, les prêts bancaires aux petites et moyennes entreprises (PME) ont été beaucoup plus élevés au deuxième trimestre 2020 que les prêts aux autres entreprises, à la fois en termes de taux de croissance annuels et de flux de prêts en valeur absolue. Les taux nominaux appliqués aux prêts bancaires sont favorables, mais les taux débiteurs réels sont nettement supérieurs à leurs niveaux d'avant la crise, en raison du niveau moins élevé des anticipations d'inflation à court terme.

Jusqu'à présent, les banques ont conservé les niveaux de fonds propres robustes qu'elles détenaient au début de la crise, et les mesures réglementaires ainsi que les mesures de soutien prises par les autorités publiques ont soutenu à la fois les pondérations moyennes des risques et l'ampleur de l'assise en fonds propres des banques. L'augmentation des coûts de provisionnement des banques au titre des pertes sur prêts attendues a jusqu'à présent été absorbée par les banques via une réduction de leurs marges bénéficiaires. Cela suggère qu'il pourrait y avoir une pression de plus en plus forte sur les banques pour redresser leurs marges via un accroissement de leurs taux débiteurs et un durcissement des conditions de financement pour les entreprises et les ménages.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, l'orientation budgétaire de la zone euro a été fortement expansionniste en 2020 et les projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème prennent comme hypothèse des mesures de relance sur la période 2021-2022 nettement plus importantes qu'anticipé précédemment. Selon les prévisions, le programme *Next Generation EU* (NGEU) apportera un

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

soutien substantiel à la croissance, en dépit de l'incertitude toujours élevée concernant l'utilisation effective du fonds et son impact.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que, malgré le caractère encourageant des perspectives de déploiement des vaccins, la pandémie continuait de poser de graves risques pour la santé publique et pour les économies de la zone euro et du monde. Les projections macroéconomiques de décembre établies par les services de l'Eurosystème indiquent un impact plus prononcé de la pandémie sur l'économie à court terme.

L'inflation totale est demeurée inchangée à $-0,3\%$ en novembre et les mesures de l'inflation sous-jacente se sont généralement stabilisées après la tendance à la baisse observée précédemment, mais elles continuent d'aller dans le sens d'une faiblesse généralisée des tensions sur les prix et de la dynamique des salaires, tandis que l'appréciation de l'euro constitue également un facteur défavorable pour l'inflation. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché demeurent à des niveaux très modérés, après une légère amélioration en réponse aux nouvelles positives concernant les vaccins.

Les projections de décembre indiquent une faiblesse de l'inflation plus prolongée qu'envisagé précédemment. Les perturbations économiques liées à la deuxième vague de la pandémie impliquent un nouveau retard dans la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs, comme en témoigne la révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage de la projection relative à l'inflation totale pour 2022.

Le sentiment des marchés financiers a bénéficié de l'optimisme concernant la perspective de déploiements de vaccins. Cependant, le niveau des conditions financières dépend également des anticipations d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire. S'agissant des conditions de financement pour les entreprises et les ménages, les dernières enquêtes signalent une fragilité potentielle de la transmission de la politique monétaire via les banques. D'après l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, le pourcentage net d'entreprises faisant état d'une évaluation positive de leur accès au crédit a diminué au cours des six derniers mois et une forte détérioration de l'accès aux prêts bancaires comme aux lignes de crédit est attendue au cours des six prochains mois. Avec la campagne d'octobre 2020 de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui indique un durcissement des critères d'octroi et des modalités et conditions attachées aux prêts, les informations devenues disponibles confirment que l'amplification potentielle des interactions négatives entre les sphères réelle et financière demeure un risque important et doit faire l'objet d'un suivi attentif.

Globalement, les données devenues disponibles et les projections réalisées par les services de l'Eurosystème suggèrent, par rapport à ce qui était envisagé précédemment, une incidence à court terme plus prononcée de la pandémie sur l'activité économique et sur l'inflation. En outre, la nature prolongée du choc pandémique entraîne un nouveau retard dans la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs, et il existe d'autres risques importants de désancrage des anticipations d'inflation.

Face aux retombées économiques de la résurgence de la pandémie, M. Lane a proposé de prendre des mesures de politique monétaire supplémentaires. Ces mesures visent à préserver les conditions de financement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

favorables pendant la période de pandémie, soutenant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie et l'activité économique, et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Préserver des conditions de financement favorables pendant une période prolongée permet de soutenir les évolutions de l'inflation via de multiples canaux. Premièrement, cela réduit l'incertitude en matière de financement pour les banques comme pour les entreprises, les ménages et les administrations, et renforce la confiance, ce qui encourage les dépenses et l'investissement et soutient *in fine* la reprise économique et l'inflation. Deuxièmement, la garantie que des conditions de financement favorables seront maintenues permet de prévenir un durcissement injustifié des conditions de financement dans un contexte d'amélioration du paysage macroéconomique. Le maintien de conditions de financement favorables dans un tel environnement pourrait même accélérer la dynamique de reprise, dans la mesure où de meilleures perspectives économiques conjuguées à des conditions de financement attractives pourraient accélérer la consommation et l'investissement. Enfin, une période prolongée de conditions de financement favorables renforcerait la confiance dans la reprise et dans le redressement ultérieur de l'inflation, ce qui soutiendrait les anticipations d'inflation et apporterait un stimulus monétaire supplémentaire via des taux réels plus bas. Au total, préserver des conditions de financement favorables permet de contrecarrer le choc négatif de la pandémie sur la trajectoire d'inflation et soutient ainsi la réalisation de l'objectif de stabilité des prix grâce à une réduction de l'incertitude (notamment en ce qui concerne les coûts de financement dans l'économie), mais également grâce au renforcement des indications fournies par la banque centrale (*forward guidance*) sur sa réaction possible face à un durcissement futur des conditions de financement.

En gardant à l'esprit ces objectifs, M. Lane a proposé de prendre les décisions suivantes :

Premièrement, accroître l'enveloppe du PEPP de 500 milliards, la portant ainsi à un total de 1 850 milliards d'euros, et étendre l'horizon fixé pour les achats nets au moins jusqu'à fin mars 2022.

L'accroissement et l'extension des achats réalisés dans le cadre du PEPP sont l'outil le mieux adapté pour permettre de garantir que le niveau des conditions de financement demeure favorable afin d'absorber le choc actuel ; ces mesures peuvent, en outre, apporter une plus grande certitude concernant le maintien dans la durée de conditions de financement favorables. Cela contribuera à réduire l'incertitude et à renforcer la confiance, favorisant par là-même une hausse des dépenses et de l'investissement, ce qui soutiendra au final la reprise économique et contribuera à contrebalancer l'impact à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Cela implique de mener les achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un durcissement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, l'engagement pris dans le cadre du PEPP de réaliser les achats de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire.

Le recalibrage du PEPP est proportionné aux risques qui entourent la réalisation du mandat confié au Conseil des gouverneurs. Il demeure plus efficace qu'une réduction des taux dans la situation pandémique actuelle, caractérisée par une forte incertitude. En outre, l'évaluation précédente selon laquelle, dans l'ensemble, les bénéfices des achats réalisés dans le cadre du PEPP contrebalancent largement les coûts potentiels du programme reste valable.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

L'extension de l'horizon à mars 2022 prendra en compte le calendrier prévu pour le déploiement des vaccins ainsi que les projections macroéconomiques actualisées qui prévoient un retour du PIB à ses niveaux de 2019 courant 2022 seulement.

Deuxièmement, prolonger les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à fin 2023. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Troisièmement, recalibrer les modalités des opérations menées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) en prolongeant de 12 mois, jusqu'en juin 2022, la période de bas niveau des taux d'intérêt, en ajoutant trois opérations supplémentaires et en portant le montant d'emprunt autorisé à 60 % du stock de prêts éligibles. Afin d'encourager les banques à maintenir leur niveau actuel de prêts, les conditions d'emprunt recalibrées attachées aux TLTRO III seront accessibles uniquement aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif. La prolongation de la période de taux d'intérêt bas liée à la pandémie, l'ajout de trois opérations supplémentaires et l'augmentation du montant susceptible d'être emprunté dans le cadre des TLTRO III préserveront les conditions de financement très attractives qui, au cours des derniers mois, ont soutenu le flux de crédit vers l'économie réelle, même en période de fortes tensions. Cela aidera les banques à obtenir les liquidités dont elles ont besoin pour accorder des prêts aux ménages et aux entreprises à des conditions très favorables.

Quatrièmement, prolonger jusqu'en juin 2022 la durée du train de mesures d'assouplissement des garanties que le Conseil des gouverneurs avait adoptées les 7 et 22 avril 2020, afin de garantir que les banques puissent utiliser pleinement les opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, plus particulièrement les TLTRO recalibrées.

Cinquièmement, conduire, en 2021, quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), ce qui continuera de fournir un filet de sécurité effectif en termes de liquidité.

Sixièmement, s'agissant du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), poursuivre les achats à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Il est nécessaire que le Conseil des gouverneurs réaffirme qu'il 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. De plus, il est nécessaire que le Conseil des gouverneurs poursuive 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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Septièmement, prolonger jusqu'en mars 2022 la facilité de *repo* de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de *swap* et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro.

Enfin, continuer à mener aussi longtemps que nécessaire des opérations régulières de prêt par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur.

S'agissant de la communication externe, le Conseil des gouverneurs devait : a) tout en reconnaissant les bonnes nouvelles concernant le déploiement des vaccins, confirmer que la recrudescence des cas de COVID-19 et les mesures d'endiguement qui y sont associées impliquent des répercussions à court terme plus marquées de la pandémie sur l'économie et une faiblesse plus prolongée de l'inflation que prévu précédemment ; b) souligner qu'un recalibrage des instruments de politique monétaire était nécessaire pour garantir que les conditions de financement demeurent favorables à l'accompagnement de la reprise économique et pour contrecarrer l'incidence négative de la pandémie sur la trajectoire prévue de l'inflation ; c) mettre l'accent sur le fait que le PEPP recalibré sera déployé pour préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie dans tous les secteurs ; d) souligner que les achats seront effectués de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un durcissement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets baissiers de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation ; en particulier, si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devrait pas être entièrement utilisée ; de même, l'enveloppe peut aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation ; e) expliquer que les TLTRO recalibrées préserveront des conditions de financement très attractives pour les banques, ce qui contribuera à maintenir des conditions de prêt favorables et leur garantira de disposer d'une liquidité suffisante leur permettant d'accorder des prêts aux ménages et aux entreprises ; et f) réaffirmer qu'il reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

2. Discussions au sein du Conseil des gouverneurs et décisions de politique monétaire

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont généralement approuvé l'évaluation globale de la situation économique actuelle dans la zone euro ainsi que des risques pesant sur l'activité présentée par M. Lane dans son introduction. Le rebond de l'activité économique au troisième trimestre a été plus fort qu'attendu et les perspectives de déploiement des vaccins sont encourageantes, mais la pandémie continue de poser de graves risques pour la santé publique et pour les économies de la zone euro et du monde. La recrudescence de cas de COVID-19 et les mesures de confinement associées ont nettement réduit l'activité

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

économique de la zone euro, qui devrait se contracter au quatrième trimestre 2020. L'inflation est restée très faible dans le contexte d'une demande atone et d'une importante sous-utilisation des capacités sur les marchés du travail et des biens et services. Globalement, les données les plus récentes et les projections réalisées par les services de l'Eurosystème suggèrent, par rapport à ce qui avait été envisagé précédemment, un impact à court terme plus prononcé de la pandémie sur l'économie et une atonie plus prolongée de l'inflation.

Le scénario de référence des projections macroéconomiques de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoit une croissance du PIB en volume de $-7,3\%$ en 2020, de $3,9\%$ en 2021, de $4,2\%$ en 2022 et de $2,1\%$ en 2023. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2020 établies par les services de la BCE, les perspectives relatives à l'activité économique ont été révisées à la baisse à court terme, mais devraient globalement se redresser à moyen terme, pour atteindre le niveau du scénario de référence des projections de septembre. Par comparaison avec les projections macroéconomiques de septembre 2020 réalisées par les services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été revues à la baisse pour 2020 et 2022.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Au troisième trimestre 2020, l'activité mondiale a rebondi plus fortement qu'anticipé précédemment, mais un affaiblissement de la dynamique de croissance est attendu au quatrième trimestre dans un contexte de hausse des cas de COVID-19 et de politiques d'endiguement plus strictes. La recrudescence des cas de COVID-19, associée à l'hypothèse formulée dans les projections de décembre 2020 des services de l'Eurosystème concernant un Brexit sans accord et une relance budgétaire incertaine dans de nombreux pays, a entraîné une détérioration des perspectives au tournant de l'année 2020/2021. Les projections comportent une révision à la baisse marginale de la croissance de l'activité et des échanges mondiaux pour 2021. Les membres du Conseil ont estimé qu'un accord UE-Royaume-Uni évitant un Brexit sans accord et un accord sur la reconduction des mesures de relance budgétaire aux États-Unis constituent des risques à la hausse pour ces projections, tandis que des risques à la baisse subsistent, liés à l'évolution future de la pandémie et à la possibilité de répercussions plus durables.

S'agissant des évolutions au sein de la zone euro, les membres du Conseil ont reconnu qu'après une forte contraction au premier semestre 2020, le PIB en volume de la zone euro a fortement rebondi au troisième trimestre. Il a été observé que ce rebond était plus fort que prévu dans les projections de septembre 2020 établies par les services de la BCE, et qu'avec la baisse moins prononcée que prévu précédemment au deuxième trimestre, deux trimestres consécutifs de surprises positives avaient été enregistrés. À plus long terme, cette expérience suggère que les rebonds pourraient être à nouveau assez dynamiques une fois les restrictions levées. Les agents économiques ont apparemment appris à s'adapter à ces restrictions, par exemple en ajustant leurs modes de consommation, et l'économie a fait preuve d'une forte capacité à se redresser assez rapidement. Dans le même temps, le rôle des mesures de soutien, qui est demeuré essentiel pour amortir l'incidence de la pandémie, a été souligné. Les membres du Conseil ont largement reconnu que la deuxième vague de la pandémie et l'intensification associée des mesures de confinement observées depuis mi-octobre devraient entraîner un nouveau déclin sensible de l'activité au quatrième trimestre 2020, beaucoup moins

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

prononcé toutefois qu'au deuxième trimestre. Il a été souligné que l'effet de report de la baisse enregistrée au quatrième trimestre était le principal facteur à l'origine de la révision à la baisse de la croissance attendue du PIB en volume en 2021 dans les projections établies par les services.

Dans leur discussion sur les perspectives relatives à l'activité économique, les membres du Conseil se sont félicités des nouvelles positives concernant le déploiement futur des vaccins et, dès lors, d'une résolution progressive de la crise sanitaire. Cela constitue une différence majeure par rapport à la situation au moment de la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en octobre, ainsi que le montre la nette amélioration du sentiment des marchés financiers. Il a été avancé que la perspective de vaccins plus efficaces et plus rapidement déployés implique un scénario de pandémie plus clément qu'anticipé précédemment dans les projections de septembre des services de la BCE et a donc un poids important dans les perspectives économiques à moyen terme, qui sont fondées sur l'évolution attendue de la pandémie.

Les membres du Conseil ont estimé que l'effet des nouvelles positives concernant la disponibilité des vaccins sur les perspectives à moyen terme devait être mis en balance avec l'impact des dernières nouvelles, plus négatives, relatives aux taux d'infection et aux mesures de confinement à court terme. À cet égard, une question essentielle a été de savoir si les effets du nouveau choc baissier seraient temporaires et combien de temps il faudrait à l'économie pour se redresser après un double creux de l'activité en territoire négatif. À cet égard, il a été rappelé que le profil attendu de la reprise était désormais très différent des formes en V et en U prévues plus tôt dans l'année. Compte tenu du point de départ plus positif, il est possible que la deuxième vague de la pandémie ne rende pas la crise globalement plus profonde, mais qu'elle la rende plus longue qu'anticipé précédemment. Il a été estimé qu'une réduction prolongée de l'activité pourrait causer des dommages plus durables à un certain nombre de secteurs, avec des risques accrus d'augmentation des insolvabilités et du chômage pesant sur les perspectives à moyen terme et de répercussions plus durables en raison du retard pris par la reprise.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que l'incertitude prononcée demeure un sujet essentiel des perspectives économiques et il a été observé que cette incertitude peut finalement être résolue de différentes manières. Les mesures de politique budgétaire soutiennent les ménages et les entreprises, mais l'incertitude relative aux perspectives économiques pèse sur l'investissement des entreprises et incite les consommateurs à rester prudents. Si cette prudence résulte de préoccupations sanitaires plutôt que des mesures d'endiguement, les dépenses de consommation n'enregistreront une reprise plus complète que lorsque la pandémie s'estompera. L'évolution du taux d'épargne élevé des ménages reste donc un élément-clé des projections des services, le profil de consommation étant largement déterminé par les prévisions d'un nouveau pic suivi d'une résorption progressive. Tant que les emplois sont préservés, l'expérience du troisième trimestre 2020 laisse penser que le montant important de l'épargne accumulée pourrait donner lieu à un rebond plus marqué de la croissance. Toutefois, il a également été rappelé que, s'il existe vraisemblablement une demande non satisfaite de biens durables, la demande de services restera probablement déprimée plus longtemps.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont restés orientés négativement, mais ils sont moins prononcés. Si les informations concernant le déploiement des vaccins dans un avenir proche sont encourageantes, des risques à la baisse persistent, en lien avec les implications de la pandémie pour les conditions économiques et financières.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée demeure essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. Les mesures budgétaires prises en réaction à l'urgence de la pandémie doivent autant que possible être ciblées et temporaires. Dans le même temps, l'atonie de la demande des entreprises et des ménages et le risque accru d'une reprise différée justifient la poursuite du soutien de la politique budgétaire aux niveaux national et européen. Le rôle essentiel joué par le plan NGEU et l'importance de sa mise en œuvre opérationnelle sans délai ont été réaffirmés. Des signaux récents ont rassuré sur les perspectives d'adoption prochaine du plan. Il a été souligné que, sous réserve que les fonds soient alloués à des dépenses publiques productives et qu'ils s'accompagnent de réformes structurelles visant à renforcer la productivité, le plan NGEU devrait contribuer à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme. Il accroîtra ainsi la capacité de résistance et le potentiel de croissance des économies des États membres, soutenant l'efficacité de la politique monétaire dans la zone euro. Ces politiques structurelles sont particulièrement importantes pour résorber les faiblesses structurelles et institutionnelles de longue date et accélérer les transitions écologique et numérique.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est également dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation en rythme annuel dans la zone euro est restée inchangée, à $-0,3\%$, en novembre. Sur la base de la dynamique des cours du pétrole et compte tenu de la réduction temporaire du taux de TVA en Allemagne, l'inflation totale devrait rester négative jusque début 2021. Elle devrait se redresser ensuite avec la fin de cette réduction temporaire et en raison d'effets de base haussiers affectant les prix de l'énergie. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester contenues en raison de l'atonie de la demande, notamment dans les secteurs du tourisme et des services liés aux voyages, ainsi que de la faiblesse des tensions sur les salaires et de l'appréciation de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie s'estomperont, une reprise de la demande, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, exercera une pression à la hausse sur l'inflation à moyen terme. Les indicateurs extraits des instruments de marché et les mesures tirées d'enquêtes relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme demeurent à des niveaux peu élevés.

Au cours de leurs échanges relatifs aux perspectives d'inflation ressortant des projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, les membres du Conseil ont noté qu'en raison de la pandémie, l'incertitude relative à la mesure de la sous-utilisation des capacités de production et de l'inflation, de même que leur corrélation dans le temps, est actuellement extrêmement élevée. Cela affecte probablement aussi la fourchette des projections d'inflation plausibles et, à la lumière des erreurs de projection passées relatives à l'inflation, fait ressortir la nécessité d'inclure une marge de prudence dans le scénario de référence des projections. Le profil de l'inflation anticipée ressortant des projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème s'établit à un niveau faible par rapport aux projections passées, et il reste très inférieur à l'objectif d'inflation du Conseil

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

des gouverneurs même à la fin de l'horizon de projection actuel en 2023. Selon les projections, à la fin de l'horizon de projection, l'inflation dans la zone euro sera restée inférieure à l'objectif d'inflation pendant dix ans environ, à l'exception de l'année 2018. Compte tenu de l'expérience répétée de valeurs constatées faibles pour l'inflation et d'erreurs persistantes dans les projections d'inflation, la question a été posée de savoir si une inflation durablement faible pourrait en partie être imputée à des facteurs structurels, comme la numérisation. Une autre question a été débattue, celle de savoir dans quelle mesure les récentes erreurs de projection pourraient être dues à l'évolution de certains postes spécifiques, comme ceux liés aux voyages, qui ont vraisemblablement une pondération effective très faible dans la consommation durant la période actuelle de pandémie. Les membres du Conseil ont également prêté une attention particulière au rôle du taux de change dans les perspectives d'inflation. Il a été souligné que le taux de change effectif nominal ressort actuellement à un point haut sans précédent et que sa récente appréciation pourrait contribuer nettement aux perspectives d'une inflation faible. Cela étant, il a été rappelé que l'effet du taux de change sur l'inflation dépend de la nature et de la permanence du choc à l'origine de la variation du taux de change.

S'agissant des perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont noté que depuis fin 2019 les perspectives d'inflation à long terme ressortant de l'EPP se sont montrées relativement robustes et restent proches de la tendance baissière à long terme de l'IPCH effectif. Les projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème n'indiquent pas une inversion majeure de cette tendance. Les mesures extraites des instruments de marché des anticipations d'inflation à plus long terme ont augmenté pour atteindre les niveaux d'avant la pandémie à l'annonce d'un possible déploiement des vaccins, tout en demeurant à des niveaux très faibles.

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 au sens large (M3) a été soutenue par la poursuite des achats d'actifs par l'Eurosystème, qui sont devenus la principale source de création monétaire. L'agrégat étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large, reflétant une préférence toujours marquée pour la liquidité dans le secteur détenteur de monnaie et un faible coût d'opportunité. La croissance annuelle des prêts bancaires au secteur privé a atteint un plateau, mais à des taux supérieurs à ceux atteints avant la pandémie de COVID-19. Dans le même temps, les volumes de prêts mensuels ont diminué, ce qui indique un recul des besoins de liquidité d'urgence, une faiblesse de l'investissement et un resserrement des conditions de crédit aux entreprises, comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire de la BCE pour le troisième trimestre 2020.

Les opérations TLTRO III ont été perçues comme un facteur de soutien persistant du crédit bancaire. Associées aux coussins de liquidité que les entreprises ont accumulés, à la plus grande robustesse des bilans bancaires au début de la crise et à la récente prolongation des mesures de politiques budgétaire et macroprudentielle, les TLTRO III sont jugées comme un facteur d'atténuation des risques d'interactions négatives entre les sphères réelle et financière. Cela étant, l'attention a été attirée sur le fait que les risques de crédit et la probabilité de défaut des sociétés non financières augmentent au fur et à mesure que la crise se prolonge. Des échanges de vues ont porté sur le rôle des facteurs d'offre de crédit par opposition aux facteurs de demande de crédit, en

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

faisant référence au niveau élevé de l'épargne des entreprises et à une possible saturation des besoins de liquidité d'urgence exprimés par les entreprises.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant des conditions financières, les membres du Conseil ont largement partagé les évaluations présentées par Mme Schnabel et par M. Lane dans leurs introductions. En effet, le sentiment du marché s'est notablement amélioré à la suite de l'annonce de la mise au point de vaccins et en raison des mesures de politique monétaire anticipées. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro sont revenus au-dessous de leurs niveaux d'avant la crise. Il a été rappelé, toutefois, que l'incertitude demeure élevée et que le sentiment positif pourrait se dégrader rapidement dans l'hypothèse d'informations défavorables. Des préoccupations ont été exprimées quant aux risques liés à l'évolution du taux de change qui pourrait avoir des répercussions négatives sur les perspectives d'inflation.

Au vu des retombées économiques de la résurgence de la pandémie, de la révision à la baisse de la trajectoire projetée de l'inflation et des risques associés d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation, l'ensemble des membres du Conseil sont convenus que des mesures de politique monétaire supplémentaires étaient nécessaires pour préserver les conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, soutenant ainsi le flux de crédit à destination de l'ensemble des secteurs de l'économie et la reprise de l'activité. Il a été observé que les projections d'inflation de décembre établies par les services de l'Eurosystème sont nettement inférieures à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Dans ce contexte, des mesures résolues ont été jugées nécessaires afin de garantir le maintien de conditions de financement favorables.

Il a été rappelé, toutefois, que, même si les perspectives d'inflation à moyen terme ne sont pas en phase avec l'objectif du Conseil des gouverneurs, les circonstances actuelles diffèrent à certains égards de la situation d'urgence durant laquelle le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) a été décidé à l'origine. L'environnement actuel justifie un recalibrage des instruments de politique monétaire afin de préserver des conditions de financement favorables, plutôt que l'adoption de mesures supplémentaires pour lutter contre la crise. La remarque a été faite que l'orientation à moyen terme du Conseil des gouverneurs requiert de la patience et de la persévérance pour atteindre son objectif dans la durée et que l'horizon du PEPP est donc un paramètre important. Cela étant, il a été indiqué qu'il fallait s'attendre à ce qu'un nouvel abaissement des rendements par rapport à leurs niveaux déjà très accommodants ne produise que des effets marginaux sur la croissance et sur l'inflation, tout en accroissant les risques d'effets secondaires indésirables, en particulier pour la stabilité financière. Dans l'ensemble, le Conseil des gouverneurs devra suivre attentivement les évolutions des perspectives en matière de stabilité des prix au cours des prochains mois.

Les membres du Conseil ont largement souscrit au train de mesures de politique monétaire proposé par M. Lane dans son introduction. Ces mesures ont pour but de préserver des conditions de financement favorables pendant une période prolongée au cours de cette pandémie et de garantir que le flux de crédit vers l'ensemble des secteurs de l'économie continue d'être favorisé, ce qui consolide l'activité économique et garantit la stabilité

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

des prix à moyen terme. L'accroissement et l'extension des achats dans le cadre du PEPP et le recalibrage des conditions des TLTRO III ont été largement perçus comme les outils les mieux adaptés pour garantir le maintien de conditions de financement favorables durant toute la période de pandémie.

Étant donné que le retour à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs a été retardé par la pandémie, il a généralement été considéré comme une réponse appropriée et proportionnée à la nature du choc subi d'étendre l'horizon pour les achats nets dans le cadre du PEPP jusqu'à mars 2022, de prolonger les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP jusqu'à la fin de 2023, et d'ajouter de nouvelles opérations TLTRO III, prolongeant la période de taux d'intérêt faibles associée à la pandémie jusqu'à juin 2022. Dans l'ensemble, un consensus s'est dégagé sur le fait que l'allongement de l'horizon proposé pour le PEPP et les TLTRO III est globalement compatible avec la durée anticipée de la crise liée à la pandémie, l'incertitude persistante entourant le déploiement des vaccins et le retour anticipé de l'activité économique à son niveau d'avant la pandémie. Il a également été convenu que l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle, dans l'ensemble, les bénéfices des achats au titre du PEPP et des TLTRO III contrebalancent largement les coûts potentiels reste valable.

Le PEPP a été considéré comme la pierre angulaire du train de mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, car grâce à sa flexibilité il s'est avéré particulièrement efficace pour garantir que l'Eurosystème conserve une présence à vocation stabilisatrice sur les marchés, fournissant un filet de sécurité contre une réévaluation désordonnée du risque. Le PEPP a également contribué à assouplir l'orientation de politique monétaire en réponse à l'effet baissier de la pandémie sur la trajectoire de l'inflation. Un accroissement de 500 milliards d'euros de l'enveloppe consacrée au PEPP, s'ajoutant aux 20 milliards d'achats mensuels dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP), a généralement été considéré comme approprié pour conforter l'engagement du Conseil des gouverneurs à préserver des conditions de financement favorables pendant la période prolongée de la pandémie.

Plusieurs membres du Conseil ont défendu une hausse plus modeste de l'enveloppe du PEPP en se fondant sur l'argument selon lequel une marge importante d'achats restait disponible en vertu des décisions antérieures et que, dans un environnement de forte incertitude, il était judicieux de « garder des munitions en réserve » en conservant l'option de réajuster l'enveloppe dans le futur.

Néanmoins, certains membres du Conseil ont également plaidé en faveur d'une enveloppe plus importante. Si le niveau déjà accommodant des conditions de financement actuelles a été reconnu, il a été avancé que l'accroissement proposé de l'enveloppe du PEPP serait insuffisant pour assouplir encore les conditions de financement et rapprocher l'inflation de l'objectif du Conseil des gouverneurs, également à la lumière du fait que l'enveloppe supplémentaire de 120 milliards d'euros pour l'APP arrivera à son terme à fin 2020.

Les membres du Conseil ont souligné la flexibilité inhérente au PEPP. Il a été avancé que l'accent mis sur le maintien de conditions de financement favorables suppose de s'affranchir du rythme mensuel constant des achats au profit d'un ajustement du rythme des achats en fonction des conditions de marché, dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre l'effet baissier de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Cette approche, conjuguée à une communication résolue, pourrait

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

permettre au Conseil des gouverneurs de réduire le rythme des achats pour un effet équivalent sur les conditions de financement. Cela pourrait se traduire par une plus grande efficacité et par une utilisation inférieure à l'enveloppe globale sur la durée du programme. La flexibilité dans l'allocation des achats au titre du PEPP dans la durée a été jugée en phase avec le principe de proportionnalité et l'orientation de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, il a été jugé essentiel pour le Conseil des gouverneurs d'affirmer qu'il se tenait prêt à accroître encore l'enveloppe si nécessaire.

L'attention a été attirée sur de possibles contraintes pesant sur les achats supplémentaires et effets secondaires associés, comme les risques d'aléa moral, de prépondérance budgétaire et d'altération du fonctionnement des marchés. Des mesures visant à garantir une distance suffisante par rapport aux préoccupations liées à un financement monétaire – comme le fait de fournir des orientations sur l'allocation du stock d'achats d'actifs en fonction de la clé de répartition du capital – sont considérées comme importantes pour conforter légitimité et indépendance. Il a été souligné que, dans le contexte actuel, la politique budgétaire demeure la réponse la plus appropriée à la crise liée à la pandémie et que la politique monétaire doit jouer un rôle secondaire.

Les membres du Conseil ont également débattu de la manière d'évaluer les conditions de financement favorables et ont estimé que les conditions de financement devaient être considérées de façon holistique, leur niveau approprié dépendant également des perspectives d'inflation. Il a été jugé important d'expliquer que le maintien de conditions de financement favorables permettait une certaine souplesse si les fondamentaux changeaient ou si les conditions se durcissaient de façon endogène en réponse aux évolutions économiques. En outre, les conditions de financement concernées ont été considérées comme s'appliquant à tous les secteurs, privé et public, de l'économie, en incluant les taux d'intérêt ainsi que le volume et les conditions de crédit.

En ce qui concerne le recalibrage des conditions des TLTRO III, les trois modifications proposées – la prolongation de la période de taux d'intérêt bas liée à la pandémie, l'ajout d'opérations supplémentaires et l'augmentation du montant susceptible d'être emprunté – ont été considérées comme des moyens appropriés de préserver des conditions de financement attractives et d'aider les banques à obtenir la liquidité nécessaire pour continuer d'accorder des prêts aux ménages et aux entreprises à des conditions favorables. Le nouvel objectif fixé pour les performances en matière d'octroi de prêts a été considéré comme un élément important – incitant les banques à accorder des crédits supplémentaires, tandis que les taux attractifs actuels des TLTRO III ont semblé suffisants pour apporter un soutien continu à la transmission de la politique monétaire via les banques. L'augmentation proposée du montant susceptible d'être emprunté dans le cadre des TLTRO III a été considérée comme soutenant les flux de crédit vers l'économie réelle, permettant aux banques d'obtenir de la liquidité à des conditions très favorables. Il a été rappelé que ce montant est défini en fonction de l'encours de prêts éligibles des banques de la zone euro, qui représente un peu plus de la moitié de leur portefeuille total de prêts.

Un certain nombre de réserves ont été exprimées au sujet de la proposition de porter le montant d'emprunt autorisé à 60 %, liées en particulier à des craintes que cela rende les banques de plus en plus dépendantes de l'Eurosystème comme source de financement et que cela puisse les inciter à investir davantage dans la dette

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

souveraine. Dans ce contexte, un large consensus s'est dégagé pour porter le montant d'emprunt autorisé à 55 % de l'encours de prêts éligibles.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur les éléments proposés par M. Lane dans son introduction. Même si l'incertitude a continué d'être marquée, il a été jugé important de reconnaître les nouvelles positives apparues depuis la dernière réunion et leur incidence sur la balance des risques. Dans le même temps, il a été estimé que le Conseil des gouverneurs devait souligner que les perspectives d'inflation à moyen terme étaient éloignées d'un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %. Il a été mentionné que le Conseil des gouverneurs ne pouvait pas se permettre d'être perçu comme complaisant à l'égard de la trajectoire d'inflation prévue dans les projections.

En outre, il a été nécessaire de souligner que le recalibrage des mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs apportait un soutien important et flexible afin de maintenir des conditions de financement favorables pendant la période prolongée de la pandémie. Un important changement dans la mise en œuvre du PEPP doit être souligné ainsi que le fait que, si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec des flux d'achats d'actifs n'épuisant pas le montant total disponible dans le cadre du PEPP, l'enveloppe ne sera pas nécessairement utilisée intégralement. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs doit également indiquer sa volonté de recalibrer le PEPP à l'avenir, selon les besoins, afin de garantir que les conditions globales de financement soient suffisamment favorables pour contrer l'impact de la pandémie sur les perspectives d'inflation à moyen terme. Dans ce contexte, il a été noté que le rôle important joué par le réinvestissement des remboursements au titre du principal dans l'orientation de la politique monétaire devait être également souligné.

En outre, le Conseil des gouverneurs doit annoncer qu'il surveillera attentivement si ses mesures sont suffisantes pour garantir un retour de l'inflation vers son objectif, et réaffirmer 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, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. Cela pourrait aussi inclure éventuellement une réduction du taux de la facilité de dépôt. Le Conseil des gouverneurs continuera également de suivre les effets du taux de change sur les perspectives d'inflation.

Enfin, compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro, la nécessité d'une orientation budgétaire ambitieuse et coordonnée doit être soulignée, en rappelant le rôle essentiel du plan NGEU et l'importance de sa mise en œuvre opérationnelle sans délai.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a décidé de recalibrer ses instruments de politique monétaire comme suit :

Premièrement, 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter l'enveloppe consacrée au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) de 500 milliards d'euros, la portant à un total de 1 850 milliards d'euros. Il a également décidé d'étendre l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP au moins jusqu'à fin mars 2022. Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs effectuera des achats nets jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée.

Le Conseil des gouverneurs a aussi décidé de prolonger les réinvestissements des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2023. 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.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a une nouvelle fois décidé de recalibrer les conditions fixées pour la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III). Il a notamment décidé d'allonger de douze mois, jusqu'en juin 2022, la période pendant laquelle des conditions nettement plus favorables s'appliqueront. Trois opérations supplémentaires seront par ailleurs effectuées entre juin et décembre 2021. Le Conseil des gouverneurs a, de plus, décidé d'augmenter le montant total que les contreparties seront autorisées à emprunter lors des TLTRO III de 50 % à 55 % de leur encours de prêts éligibles. Afin d'encourager les banques à maintenir leur niveau actuel de prêts, les conditions d'emprunt recalibrées attachées aux TLTRO III ne seront accessibles qu'aux banques dont l'activité de prêt atteindra un nouvel objectif.

Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de prolonger, jusqu'en juin 2022, la durée de l'ensemble des mesures d'assouplissement des garanties qu'il avait adoptées les 7 et 22 avril 2020. Du fait de la prorogation de ces mesures, les banques pourront continuer à utiliser pleinement les opérations d'apport de liquidité de l'Eurosystème, particulièrement les TLTRO recalibrées. Le Conseil des gouverneurs réévaluera les mesures d'assouplissement des garanties avant juin 2022, en veillant à ce que la participation des contreparties de l'Eurosystème aux TLTRO III ne soit pas influencée négativement.

Cinquièmement, le Conseil des gouverneurs a également décidé de conduire, en 2021, quatre opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), ce qui continuera de fournir un filet de sécurité effectif.

Sixièmement, les achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. 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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Le Conseil des gouverneurs entend aussi 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.

Septièmement, la facilité de *repo* de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) et l'ensemble des lignes temporaires de *swap* et de pensions conclues avec les banques centrales hors zone euro seront prolongées jusqu'en mars 2022.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé de continuer à mener aussi longtemps que nécessaire ses opérations régulières de prêt par le biais d'appels d'offres à taux fixe avec allocation de la totalité des soumissions, aux conditions en vigueur.

Les mesures de politique monétaire adoptées aujourd'hui contribueront à préserver des conditions de financement favorables pendant la période de pandémie, favorisant ainsi le flux de crédits vers l'ensemble des secteurs de l'économie, soutenant l'activité économique et maintenant la stabilité des prix à moyen terme. Cela étant, l'incertitude reste forte, notamment en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et le calendrier du déploiement des vaccins. Le Conseil des gouverneurs continuera également de surveiller les évolutions du taux de change en lien avec leurs implications éventuelles pour les évolutions des prix à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs reste donc 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 décembre 2020](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

[La BCE prolonge les opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie](#)

[La BCE prolonge son soutien aux banques qui prêtent à l'économie réelle via des opérations de prêt ciblées](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 9 et 10 décembre 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. Stournaras*

M. Vasiliauskas

M. Vasle

M. Vella

M. Villeroy de Galhau*

M. Visco

M. Weidmann

M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en décembre 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. Arce
M. Aucremanne
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Haber
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Kyriacou
M. Lünnemann
M. Novo
M. Ódor
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 du président
Mme Rahmouni-Rousseau, directrice générale Opérations de marché
M. Rostagno, directeur général Politique monétaire
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 18 février 2021.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.