



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

9 avril 2020

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne

qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main

le mercredi 11 et le jeudi 12 mars 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 dernières évolutions sur les marchés financiers, en mettant l'accent sur les conséquences de la pandémie de coronavirus (COVID-19) selon trois perspectives différentes : une perspective contextuelle, une perspective de politique monétaire et une perspective de stabilité.

Premièrement, d'un point de vue contextuel, les marchés boursiers ont connu une très forte correction et la volatilité sur les marchés d'actions a enregistré un pic. L'indice de volatilité (VIX) S&P 500 a dépassé les niveaux observés au paroxysme de la crise de la dette souveraine. Lundi 9 mars 2020, les cessions sur les marchés d'actions ont atteint le niveau le plus élevé sur une journée observé depuis la crise financière mondiale. Toutefois, la sévérité de cet épisode doit être replacée dans le contexte de marché plus large dans lequel elle s'inscrit. Plus précisément, au cours du second semestre 2019, les valorisations sur les marchés d'actions ont fortement augmenté, certains marchés prenant en compte des perspectives économiques mondiales qui étaient devenues graduellement plus optimistes que celles que suggéraient les indicateurs avancés de l'activité économique. L'appétence pour le risque observée sur les marchés financiers impliquait, quant à elle, un risque plus élevé de correction plus forte en cas de modification du sentiment des marchés. C'est ce scénario qui est en train de se matérialiser.

Deuxièmement, du point de vue de la politique monétaire, l'anticipation de conséquences économiques graves de la pandémie de coronavirus a déjà donné lieu à de vastes mesures de politique monétaire de la part de plusieurs banques centrales, notamment du Système fédéral de réserve. Dans d'autres juridictions, notamment dans la zone euro, les anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire se sont nettement accentuées. En particulier, la courbe de taux anticipés de l'Eonia s'est nettement déplacée vers le bas, puis s'est inversée. Les données tirées d'enquêtes, en revanche, signalent des anticipations plus limitées d'une nouvelle réduction des taux d'intérêt. La modification des taux directeurs, ainsi que les anticipations d'un nouvel assouplissement, ont amplifié les mouvements de prix constatés sur les marchés mondiaux de la dette souveraine. Pour la première fois dans l'histoire, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans est tombé au-dessous de 1 %. Le rendement de l'emprunt public allemand à dix ans de référence, qui s'établit actuellement à – 75 points de base, est également très proche de son point bas historique enregistré à la fin de l'été 2019.

Troisièmement, du point de vue de la stabilité, la volatilité implicite s'est nettement accentuée sur l'ensemble des catégories d'actifs et il y a eu un resserrement de la liquidité sur les marchés de crédit publics et privés depuis que le coronavirus a commencé à se propager plus rapidement en dehors de la Chine. Les premiers signes d'un durcissement des conditions de financement pour les banques ont été observés dans la zone euro comme aux États-Unis. L'écart entre les taux Libor et OIS ainsi que la base du *swap* de change se sont élargis. En outre, depuis l'apparition du coronavirus, les banques de la zone euro ont réalisé des performances inférieures à celles du marché actions au sens large de la zone, les actions bancaires diminuant de plus de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

30 % depuis le 20 février 2020. Les ratios cours/valeur comptable des banques de la zone euro ont enregistré de nouveaux points bas historiques.

Les tensions sur les marchés, la plus forte aversion au risque et la dynamique de report sur les valeurs sûres ont également eu une incidence notable sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro, avec un creusement des écarts de rendement compris entre 40 et 130 points de base. Sur les marchés du crédit, les écarts de rendement pour les institutions financières ont augmenté de 30 points de base environ, avec un creusement plus limité (20 points de base environ) dans le cas des obligations bien notées (*investment grade*) émises par les sociétés non financières, qui reflète aussi probablement l'effet modérateur du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Les écarts de rendement des obligations à rendement élevé se sont creusés de 200 points de base, dans la zone euro comme aux États-Unis. Les écarts de rendement souverains sur les marchés émergents ont également nettement augmenté au cours des dernières semaines, de 160 points de base environ. Cette hausse a contrebalancé le précédent assouplissement notable des conditions financières, observé en 2019.

Sur les marchés des matières premières, les évolutions récentes des prix du pétrole ont reflété deux événements largement indépendants. Jusqu'à la semaine dernière, les répercussions plus larges de l'incertitude accrue, liée à l'impact économique et financier du coronavirus, ont entraîné une baisse de 20 % environ des prix du pétrole. Cette baisse a par la suite été accentuée par la rupture des négociations entre l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et la Russie au sujet de la coordination des objectifs de production. Dans l'ensemble, les prix du pétrole ont baissé de 38 % depuis le 20 février 2020. Les anticipations à long terme extraites des instruments de marché ont diminué parallèlement aux prix du pétrole.

Enfin, sur les marchés des changes, avec l'épidémie de coronavirus en Chine mi-janvier 2020, le dollar a entamé une période de forte appréciation vis-à-vis de l'ensemble des devises, dont l'euro. Mi-février 2020, l'euro a brièvement atteint son plus bas niveau en presque trois ans par rapport au dollar. Depuis fin février 2020, le dollar a affiché de la volatilité par rapport aux principales devises, reflétant sans doute aussi l'impact de la modification des anticipations relatives à la politique monétaire.

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 dans la zone euro depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier. Cet examen s'appuie sur les données limitées disponibles à la date de la présente réunion. Il est évident que la pandémie de coronavirus constitue un choc majeur pour l'économie, et son impact est difficile à évaluer sur la base des informations disponibles. Par conséquent, les données qui deviendront disponibles doivent faire l'objet d'un suivi attentif et constant aux cours des prochains mois.

S'agissant de l'environnement extérieur, les indicateurs mondiaux signalaient une stabilisation de l'activité vers la fin de l'année. Les indicateurs relatifs aux échanges commerciaux font état d'une certaine amélioration, en raison de l'atténuation de l'incertitude liée aux échanges commerciaux, à l'issue de l'accord commercial entre

les États-Unis et la Chine. Ces évolutions se sont ensuite inversées avec l'épidémie de coronavirus, qui a entraîné une chute de la production dans le secteur manufacturier chinois en février ainsi que des effets de contagion négatifs de la Chine vers le reste de la région Asie-Pacifique.

S'agissant des conditions financières mondiales, le sentiment des marchés à l'égard des actifs risqués s'est nettement détérioré, dans un contexte de report vers les valeurs sûres. En conséquence, les prix des actions au niveau mondial ont fortement diminué dans l'ensemble des économies avancées et des économies de marché émergentes, entraînant un durcissement des conditions financières.

Depuis la réunion de janvier du Conseil des gouverneurs, les prix du pétrole ont fortement diminué, de 43 %, en raison de l'incertitude entourant la propagation du coronavirus et des désaccords entre les pays de l'OPEP+. Dans l'ensemble, l'euro s'est légèrement renforcé à la fois par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux.

S'agissant de la zone euro, les derniers indicateurs signalent une forte détérioration des perspectives de croissance à court terme. La perturbation des chaînes d'approvisionnement entrave les programmes de production du secteur manufacturier alors que les mesures d'endiguement nécessaires pour empêcher la propagation du coronavirus pèsent sur l'activité économique.

Cette évolution n'est que partiellement traduite dans les projections de mars 2020 réalisées par les services de la BCE pour la zone euro, car la date d'arrêt des données sur lesquelles elles reposent est antérieure à la propagation rapide du coronavirus dans la zone euro. Avant l'apparition du coronavirus, la croissance du PIB en volume de la zone euro s'était ralentie, revenant à 0,1 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2019, après une hausse de 0,3 % au troisième trimestre. Cette décélération était principalement attribuable à la faiblesse persistante du secteur manufacturier de la zone euro et au ralentissement de la croissance de l'investissement.

Les projections de mars établies par les services de la BCE prévoient une croissance annuelle du PIB en volume de 0,8 % en 2020, 1,3 % en 2021 et 1,4 % en 2022. En particulier, elles prévoient une croissance très atone au premier semestre 2020, suivie d'une amélioration au second semestre de l'année. Par rapport aux projections de décembre 2019 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été nettement révisées à la baisse pour 2020 et légèrement pour 2021, en raison de l'incidence économique potentielle de la pandémie. Globalement, les projections doivent être traitées avec prudence en raison de la très forte incertitude entourant la propagation du coronavirus et la nécessité, la durée et l'impact des mesures qui ont été adoptées afin de lutter contre l'épidémie.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont clairement orientés négativement. En plus des risques déjà identifiés, liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, la propagation du coronavirus ajoute aux perspectives de croissance une nouvelle source substantielle de risques baissiers.

S'agissant de l'inflation, d'après l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est ralentie à 1,2 % en février 2020, après 1,4 % en janvier. Sur la base de la baisse brutale des prix actuels du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait décélérer considérablement au

cours des prochains mois. Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation ont diminué et les mesures de l'inflation sous-jacente restent globalement modérées.

Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre ont bien résisté dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de la croissance retarde leur transmission à l'inflation. À moyen terme, la hausse de l'inflation sera soutenue par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et – si l'on fait abstraction du choc lié au coronavirus à plus court terme – par la reprise attendue de la dynamique de croissance dans la zone euro.

Les projections de mars établies par les services de la BCE prévoient une hausse annuelle de l'IPCH de 1,1 % en 2020, de 1,4 % en 2021 et de 1,6 % en 2022. Par rapport aux projections de décembre 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'évolution de l'IPCH sont globalement inchangées sur l'horizon de projection. Les conséquences du coronavirus pour l'inflation sont entourées d'une grande incertitude étant donné que les pressions à la baisse liées à l'affaiblissement de la demande pourraient être compensées par des tensions à la hausse exercées par la perturbation des chaînes d'approvisionnement. Toutefois, la forte diminution des prix du pétrole fait peser des risques à la baisse significatifs sur les perspectives d'inflation à court terme.

Les indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme extraits des instruments de marché ont atteint un nouveau point bas historique, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans de la zone euro s'établissant à 0,92 % le 10 mars 2020.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, la courbe des taux anticipés de l'Eonia, qui était plate sur les échéances à court et moyen terme au moment de la réunion de janvier, se sont nettement inversées, indiquant l'anticipation par les marchés d'une réduction imminente des taux. De plus, le rendement des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro ainsi que le rendement des bons du Trésor américain à dix ans ont fortement diminué. Les prix des actions des sociétés financières et non financières ont également subi une forte correction.

Dans l'ensemble, les conditions financières dans la zone euro se sont durcies depuis la réunion de politique monétaire de janvier 2020 pour s'établir à des niveaux proches de ceux observés début 2019, les effets accommodants de la baisse des taux sans risque n'ayant que partiellement contrebalancé la baisse des prix des actions et l'appréciation de l'euro.

S'agissant des évolutions de la monnaie et du crédit, le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 5,2 % en janvier 2020, après s'être légèrement modéré par rapport à son récent point haut. La croissance de la monnaie continue de traduire une création de crédit bancaire en faveur du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments de M3 par rapport aux autres instruments financiers. L'agrégat monétaire étroit M1 a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. L'expansion des prêts au secteur privé s'est poursuivie. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages s'est légèrement redressé, à 3,7 % en janvier 2020, contre 3,6 % en décembre 2019. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est demeuré inchangé, à 3,2 % en janvier, confirmant la

modération observée depuis l'automne 2019 et reflétant probablement la réaction habituellement décalée à la détérioration antérieure de l'économie.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de mars établies par les services de la BCE prévoient une orientation budgétaire de la zone euro légèrement expansionniste en 2020-2021 et globalement neutre en 2022. Toutefois, ces projections n'incluent pas les mesures budgétaires prévues pour amortir l'impact économique du coronavirus.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a souligné que la propagation du coronavirus constituait un choc majeur pour l'économie mondiale et pour celle de la zone euro, avec de graves conséquences à court terme sur le niveau agrégé des dépenses et sur les chaînes d'approvisionnement. La perturbation des chaînes d'approvisionnement entrave les programmes de production du secteur manufacturier alors que les mesures d'endiguement nécessaires pour empêcher la propagation du coronavirus pèsent sur l'activité dans le secteur des services, notamment ceux liés aux transports, aux voyages et aux loisirs. Le scénario de référence des projections de mars établies par les services de la BCE reflète déjà une baisse de 0,3 point de pourcentage des prévisions de croissance du PIB en 2020, en raison du coronavirus. Cependant, ce scénario ne rend probablement pas pleinement compte de l'impact du virus sur la zone euro. Dans ce scénario de risque, les projections suggèrent que l'incidence négative sur la production dans la zone euro pourrait être beaucoup plus importante, allant de 0,6 à 0,9 point de pourcentage, selon les modèles utilisés. Si les mesures de confinement se généralisent et se prolongent, on peut craindre une très forte récession.

Les conséquences sur l'économie ont déjà été amplifiées par un durcissement des conditions financières, en particulier via la baisse des cours boursiers et la hausse des rendements dans certaines catégories d'actifs. Même si elle a été limitée jusqu'à présent, l'appréciation de l'euro contribue au durcissement des conditions financières et, si elle s'avérait plus persistante, elle pourrait freiner davantage encore la dynamique de l'économie et de l'inflation.

L'ampleur et la durée globales du choc demeurent hautement incertaines. Si le scénario de référence est celui d'une incidence essentiellement temporaire sur l'économie, avec une reprise de l'activité plus tard cette année, la propagation du coronavirus représente néanmoins un risque à la baisse considérable pour les perspectives de croissance de la zone euro.

L'inflation est demeurée atone et devrait s'inscrire en forte baisse à court terme, après l'important recul des prix du pétrole récemment enregistré. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont affiché un profil d'évolution relativement stable et les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont atteint de nouveaux points bas historiques. Selon les projections établies par les services de la BCE, l'IPCH devrait augmenter graduellement, mais les perspectives d'inflation sont entourées de la même incertitude que les perspectives de croissance.

Des mesures de politique monétaire étaient nécessaires, tant pour préserver l'orientation de la politique monétaire que pour soutenir son mécanisme de transmission. Les mesures devaient comporter trois volets : premièrement, préserver les conditions de la liquidité dans le système bancaire ; deuxièmement, préserver la poursuite du flux de crédits à l'économie réelle ; et troisièmement, prévenir un resserrement procyclique des conditions de financement pour l'économie. L'efficacité de la politique monétaire serait améliorée et renforcée par des mesures budgétaires visant à soutenir les entreprises et les employés en situation de risque et à amortir l'impact du choc sur le niveau des dépenses agrégées.

Au vu des risques importants liés aux répercussions économiques du coronavirus, M. Lane a proposé que les décisions suivantes soient prises lors de la réunion en cours :

Premièrement, offrir des opérations de refinancement à plus long terme (*longer-term refinancing operations*, LTRO) supplémentaires afin d'apporter un soutien immédiat au système bancaire de la zone euro en termes de liquidité avec un taux d'intérêt égal au taux moyen appliqué à la facilité de dépôt sur la durée de l'opération concernée. Bien qu'on ne perçoive pas actuellement de signes de tensions sur les marchés monétaires ou de déficits de liquidité dans le système bancaire, ces opérations fourniront un soutien effectif en cas de besoin. Les LTRO supplémentaires assoupliront temporairement les conditions de financement des banques, afin de constituer une transition efficace jusqu'aux opérations de TLTRO III de juin 2020.

Deuxièmement, appliquer des conditions nettement plus favorables à toutes les opérations TLTRO III sur la période allant de juin 2020 à juin 2021. En particulier, le taux appliqué à ces opérations, sur la période s'achevant en juin 2021, pourrait être jusqu'à 25 points de base inférieur au taux moyen de la facilité de dépôt sur la même période, le taux d'entrée étant également abaissé à 25 points de base en deçà du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement (*main refinancing operations*, MROs) de l'Eurosystème. De plus, l'allocation de prêt sera temporairement portée de 30 % à 50 % des encours de prêts éligibles. Les opérations soutiendront les prêts bancaires aux secteurs les plus affectés par l'épidémie de coronavirus, en particulier les petites et moyennes entreprises (PME). De plus, le Conseil des gouverneurs demandera aux Comités de l'Eurosystème d'examiner les options d'assouplissement temporaire des règles d'éligibilité des garanties afin de permettre aux contreparties de recourir pleinement aux opérations.

Troisièmement, consacrer une enveloppe temporaire de 120 milliards d'euros à des achats nets d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année. Durant cette période, le Conseil des gouverneurs utilisera pleinement la flexibilité inhérente au programme. Avec le programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) déjà en place, l'enveloppe temporaire apportera un soutien plus large aux conditions de financement, permettant ainsi également un assouplissement des taux d'intérêt importants pour l'économie réelle. De plus, le rythme d'achats plus élevé garantira une présence plus robuste de l'Eurosystème sur le marché durant cette période de volatilité accrue, en particulier sur le marché des obligations d'entreprise. En contribuant à la stabilité du marché des obligations d'entreprise, la hausse des achats nets d'actifs renforcera également l'efficacité du programme de TLTRO III en matière de soutien aux PME. Augmenter le volume des achats nets d'actifs est également important pour maintenir la cohérence de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs en montrant son agilité à réagir aux modifications majeures des conditions financières dans la zone euro et aux risques accrus qui pèsent sur les perspectives économiques et d'inflation.

Avec la forte relance monétaire déjà en place, ces mesures favoriseront les conditions de liquidité et de financement et contribueront à préserver la fluidité de l'offre de crédit à l'économie réelle.

Compte tenu de la nature probablement temporaire du choc, de l'assouplissement de l'orientation de la politique monétaire permis par les achats d'actifs supplémentaires et du soutien important fourni à l'offre de crédit par le biais du programme révisé de TLTRO III, le Conseil des gouverneurs n'abaissera pas le taux de la facilité de dépôt à cette occasion. En particulier, via la composante « anticipations » des rendements obligataires, les réductions du taux directeur à court terme sont plus adaptées à la mise en œuvre de l'orientation à moyen terme de la politique monétaire que naviguer à vue dans une période temporaire d'incertitude élevée. Dans le même temps, il est essentiel de maintenir la possibilité de futures baisses des taux directeurs au cas où elles seraient justifiées par un durcissement des conditions financières ou une menace pesant sur l'objectif d'inflation à moyen terme de la BCE.

Dans sa communication, le Conseil des gouverneurs doit : a) noter que les derniers indicateurs signalent une forte détérioration des perspectives de croissance à court terme ; b) reconnaître que les conséquences économiques du coronavirus ne sont que partiellement traduites dans les projections macroéconomiques de mars réalisées par les services de la BCE, car leur date d'arrêté est antérieure à la rapide propagation du virus dans la zone euro ; c) mettre en évidence que d'importants risques à la baisse pèsent sur les perspectives économiques de la zone euro, la propagation du coronavirus ayant ajouté une nouvelle source substantielle de risques ; d) souligner que, au vu des évolutions actuelles, le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller attentivement les conséquences de la propagation de l'épidémie pour l'économie, l'inflation à moyen terme et la transmission de sa politique monétaire, et qu'il se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses mesures de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation vers son objectif ; e) se féliciter de l'engagement et de la diligence des gouvernements des pays de la zone euro et des institutions européennes à mener une action commune dans la situation actuelle, tout en réaffirmant le besoin d'une orientation budgétaire plus favorable et ciblée au vu de la dégradation des perspectives économiques et afin d'assurer une protection contre la poursuite de la matérialisation des risques à la baisse.

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 partagé l'évaluation des perspectives et des risques relatifs à l'activité économique dans la zone euro présentée par M. Lane dans son introduction. La croissance du PIB en volume de la zone euro s'est modérée à 0,1 %, en rythme trimestriel, au quatrième trimestre 2019, après une croissance de 0,3 % au trimestre précédent, reflétant principalement la faiblesse persistante du secteur manufacturier et le ralentissement de la croissance de l'investissement dans la zone. Toutefois, ces données illustrent la situation antérieure à la diffusion mondiale de l'épidémie de coronavirus. Tandis que la plupart des indicateurs sont demeurés robustes ou plus élevés que prévu en

février 2020, les dernières informations suggèrent une forte détérioration des perspectives de croissance à court terme. La perturbation des chaînes d'approvisionnement entrave les programmes de production du secteur manufacturier, tandis que les mesures nécessaires pour empêcher l'épidémie de se propager davantage pèsent sur l'activité économique.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont noté l'existence de risques baissiers évidents pesant sur les projections établies par les services de la BCE pour l'activité mondiale, compte tenu du fait qu'elles ont été finalisées en février, avant la propagation du coronavirus en dehors de la Chine et la réaction des marchés financiers. Il a été souligné que, dans les projections de mars 2020 établies par les services de la BCE, le recul de l'activité en Chine intégré dans le scénario de référence pour l'environnement extérieur s'est concentré sur le premier trimestre de l'année et a été suivi d'un rebond au deuxième trimestre. Toutefois, une phase de reprise en U est maintenant considérée comme plus probable qu'une phase de reprise en V. Les prix du pétrole, qui ont fortement baissé, ont été considérés comme reflétant un recul de la demande mondiale de matières premières, ainsi que l'incapacité de l'Arabie saoudite et de la Russie à s'accorder sur de nouvelles réductions de la production.

Plus généralement, compte tenu de la portée mondiale de la pandémie de coronavirus, associée aux incertitudes qui continuent d'entourer les facteurs géopolitiques, au protectionnisme croissant et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les risques pesant sur l'environnement extérieur sont clairement orientés négativement. Dans un environnement d'incertitude élevée, le risque de répercussions mondiales défavorables est élevé en raison de perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, d'une baisse plus large de la demande et de la volatilité accrue des marchés financiers. Dans ce contexte, la coordination internationale a été jugée particulièrement importante. Il a également été fait référence à l'incertitude quant à l'issue des négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne concernant une future relation commerciale, ainsi qu'à la crise des réfugiés en cours et aux tensions actuelles à la frontière grecque de l'UE. Le risque d'un recul de la mondialisation et des chaînes d'approvisionnement mondiales a été mentionné comme une conséquence possible de la pandémie de coronavirus.

S'agissant de l'activité de la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la propagation du coronavirus constitue un choc majeur pour les perspectives de croissance et que l'impact sur l'économie de la zone euro pourrait être sévère même si, en principe, il devrait être temporaire. L'ampleur de cet impact sera déterminée, en particulier, par la poursuite de la propagation de l'épidémie et l'étendue des mesures d'endiguement mises en œuvre. Ces mesures, notamment le « confinement » déjà mis en place en Italie, auront un effet négatif sur l'activité à court terme.

Les membres du Conseil ont exprimé leur solidarité avec le peuple italien. Il a été considéré comme plus probable que ce qui s'est récemment passé en Italie se répètera bientôt dans de nombreux autres pays. Il a été rappelé que l'épidémie a eu une incidence relativement limitée sur les données relatives à la zone euro pour janvier et février 2020, ce qui conforte l'opinion selon laquelle l'impact de l'épidémie sera plus visible au deuxième trimestre qu'au premier. Toutefois, il est également possible que cet impact s'étende au-delà d'un ou deux trimestres et il est important que les gouvernements ne fassent pas l'erreur d'interpréter les données

relativement bonnes des premiers mois de l'année comme une raison de ne pas réagir avec vigueur à la situation actuelle. Les gouvernements ayant donné la priorité aux questions de santé publique par rapport aux inquiétudes économiques à court terme afin de maîtriser la pandémie, il a été avancé que non seulement les mesures d'endiguement ont réduit fortement l'activité économique à court terme, mais qu'elles pourraient aussi étendre l'impact sur l'économie dans le temps.

Il a été observé que l'impact de la pandémie de coronavirus s'est particulièrement fait sentir dans les activités de service, telles que les voyages et le tourisme. Des doutes ont été exprimés quant à la probabilité que la perte de production soit effacée une fois que la croissance se sera redressée dans ces secteurs. Il a été jugé que les personnes qui renoncent à des voyages ou à des séances de cinéma ou de sport seraient peu susceptibles de les reporter après la crise. Il a également été rappelé que ces activités de service tendent à se caractériser par une forte intensité en travail, ce qui suggère un impact plus durable, allant au-delà d'un ou deux trimestres, sur l'emploi, les salaires et le revenu disponible. Dans ce contexte, on a souligné les difficultés auxquelles sont confrontées les PME de la zone euro, qui pourraient faire face à des problèmes de flux de trésorerie et des contraintes de liquidité – notamment s'agissant du financement et de la préservation du fonds de roulement.

Dans le contexte de la pandémie, il a été souligné que les perspectives économiques de la zone euro sont soumises à un niveau d'incertitude exceptionnellement élevé et que les projections de mars 2020 établies par les services de la BCE apparaissent déjà relativement obsolètes, dans la mesure où elles sont antérieures à la propagation rapide du coronavirus en Europe. Étant donné l'ampleur de l'évolution de la situation depuis la finalisation des projections établies par les services de la BCE, les membres du Conseil ont jugé que les scénarios des services de la BCE étaient particulièrement pertinents pour faire face à une potentielle intensification de la crise liée au coronavirus au-delà de ce que contenait le scénario de référence des projections de mars 2020.

Le scénario « clément » s'est intéressé aux implications qu'aurait une épidémie de coronavirus plus persistante en Chine et dans la zone euro. Sur cette base, un scénario plus « grave » a également été examiné par les services de la BCE, qui incorpore des chocs supplémentaires sur les marchés financiers et les cours du pétrole. Dans ces deux scénarios, l'épidémie en Chine s'étend au deuxième trimestre 2020 et la propagation du coronavirus à la zone euro est supposée s'accélérer fortement. Dans le scénario « clément », l'impact négatif sur le PIB de la zone euro est compris entre 0,6 et 0,9 point de pourcentage, par comparaison avec le scénario de référence des projections des services de la BCE, tandis que dans le scénario « grave », l'impact négatif est compris entre 0,8 et 1,4 point de pourcentage en deçà des projections de mars 2020. Aucun de ces scénarios n'incorpore de mesures de politique tant monétaire que budgétaire. Il a été souligné qu'inclure de telles mesures pourrait fortement atténuer les effets dans les deux scénarios, notamment en cas de mesures budgétaires rapides et ciblées.

Il a également été fait référence aux Perspectives économiques provisoires de l'OCDE, dans lesquelles les perspectives de croissance de la zone euro pour 2020 ont également été révisées à la baisse, à 0,8 %, et qui incluent également plusieurs autres scénarios plus défavorables. Les prévisionnistes du secteur privé révisent actuellement eux aussi leurs perspectives de croissance pour 2020.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont débattu de la possibilité d'une récession dans la zone euro, reconnaissant que le risque en a fortement augmenté. D'une part, il a été avancé que les prévisions récentes ne prenaient pas en compte la dégradation très rapide de la situation économique en Europe et qu'il serait difficile, sinon impossible, d'éviter une récession. Par conséquent, la question est peut-être plutôt de savoir de quelle ampleur sera la récession et si la reprise ne serait que modérée pendant une période prolongée. D'autre part, l'accent a été mis sur le fait que la situation dépendait de manière cruciale de la force de la réponse. Dans ce contexte, il a été souligné que la situation appelait une action concertée et une coordination étroite dans la zone euro entre les politiques monétaire et budgétaire, ainsi qu'entre la politique et la surveillance macroprudentielles, et que la coopération était nécessaire tant au niveau national qu'avec les institutions européennes.

Même si l'ampleur de la révision à la baisse de la croissance à court terme est apparue très incertaine, le sens de cette révision a été très clair. Toutefois, la nécessité de réviser les perspectives de croissance et d'inflation à moyen terme a été davantage considérée comme une question ouverte, dépendant non seulement de l'évolution future de la pandémie de coronavirus elle-même et des mesures prises en réaction, mais également de la persistance des effets sur les conditions de la demande et de l'offre. S'agissant des conséquences sur l'offre, il a été noté qu'il existait des risques graves d'une destruction à grande échelle des capacités productives et d'un démantèlement partiel des chaînes d'approvisionnement mondiales plus généralement. Alors que la préoccupation majeure de la politique monétaire concerne la faiblesse de la demande agrégée, à présent un risque aigu pèse également sur l'offre à moyen et à long terme. Il est important de garantir qu'un choc temporaire sur la demande et sur l'offre ne provoque pas une véritable crise macroéconomique et financière si des perturbations de la production et des flux de trésorerie, accentuées par des contraintes de liquidité et de financement, déclenchaient des problèmes de bilan dans le secteur des entreprises et le secteur bancaire. Un tel scénario pourrait entraîner des dommages à long terme pour le volet offre de l'économie et d'importants effets d'hystérèse. Il convient par conséquent de suivre la situation avec attention et tout ce qui est possible doit être fait dans tous les domaines pour s'assurer de limiter les dommages permanents.

Les membres du Conseil ont conclu que les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro sont clairement orientés négativement. En plus des risques déjà détectés liés aux facteurs géopolitiques, à la montée du protectionnisme et aux vulnérabilités sur les marchés émergents, la propagation du coronavirus est venue ajouter aux perspectives de croissance une nouvelle source substantielle de risques baissiers.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée s'impose désormais au vu de la dégradation des perspectives et afin de se prémunir contre la matérialisation des risques à la baisse. Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs accueillait favorablement les mesures déjà prises par plusieurs gouvernements pour garantir des ressources suffisantes au secteur de la santé et soutenir les entreprises et les salariés affectés. En particulier, des mesures telles que la fourniture de garanties de crédit sont nécessaires afin de compléter et de renforcer les mesures de politique monétaire de la BCE. Il a également été souligné que le Conseil des gouverneurs se félicitait de l'engagement des gouvernements des pays de la zone euro et des institutions européennes à agir sans délai, fermement et collectivement face aux répercussions de la

propagation du virus. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que la politique budgétaire doit jouer un rôle de premier plan, avec des mesures temporaires, rapides et ciblées.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,2 % en février 2020, après 1,4 % en janvier. Sur la base de la chute brutale des prix au comptant du pétrole et des prix des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait décélérer considérablement au cours des prochains mois. Les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation se sont inscrits en baisse et les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées généralement modérées. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre sont demeurées stables jusqu'à présent dans un contexte de renforcement des tensions sur les marchés du travail, le fléchissement de la dynamique de croissance retarde leur transmission à l'inflation. Au cours des échanges de vues sur les implications de l'épidémie de coronavirus pour les perspectives d'inflation, plusieurs facteurs ont été soulignés. En particulier, une distinction claire doit être faite entre l'impact à court terme et l'impact à moyen terme. Il est également nécessaire d'établir une distinction entre l'importance relative des chocs sur la demande et des chocs sur l'offre, dans la mesure où ils sont susceptibles d'avoir des implications différentes pour les évolutions des prix.

Il a été observé que le choc lié à la pandémie, qui avait tout d'abord été considéré comme étant principalement un choc d'offre mondial, se propage à la demande et s'intensifie en Europe, réduisant l'activité dans la plupart des secteurs de l'économie. La demande sera affectée négativement en raison des pertes d'emplois et d'un ralentissement de la croissance du revenu des ménages, ainsi que par l'impact de l'incertitude accrue sur la confiance et l'investissement. Il a été avancé qu'à court terme, l'insuffisance de la demande pourrait compenser les effets d'offre. Dans le scénario « clément » élaboré par les services de la BCE, l'impact baissier sur l'inflation en 2020 est évalué à 0,2 point de pourcentage environ, tandis que dans un scénario « grave », il devrait se situer entre 0,4 et 0,8 point de pourcentage.

Il y a une incertitude quant à la nécessité de réviser les perspectives d'inflation à moyen terme, qui est l'horizon pertinent pour l'objectif de stabilité des prix de la BCE. D'une part, la nature temporaire du ralentissement laisse penser qu'il pourrait y avoir un besoin limité de réviser les perspectives d'inflation à moyen terme, même si l'évaluation est entourée d'une incertitude inhabituellement élevée. D'autre part, le scénario d'une inflation globalement inchangée à moyen terme pourrait être remis en question, compte tenu de la forte baisse récente des prix du pétrole et de la possibilité qu'un effet plus durable se matérialise sur la demande. Il faut également espérer que la crise liée au coronavirus n'exercera pas d'effet négatif durable sur les attitudes des consommateurs en matière de dépenses, même si cela peut arriver en cas de chocs importants. Il a été souligné que les implications finales à moyen terme n'étaient pas indépendantes des événements à court terme et que l'ampleur et la durée de l'impact exercé par le choc dépendraient à leur tour de l'évolution de la pandémie et des mesures prises en réaction.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont noté que les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché avaient fléchi dans la zone euro et aux États-Unis. Pour la zone euro, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans est revenu à un point bas historique de 0,95 %. Dans le même temps, il a été suggéré qu'il ne fallait pas accorder une importance excessive aux

mesures extraites des instruments de marché, les évolutions récentes reflétant les tensions sur les marchés et des mouvements de report vers les valeurs sûres. Ces mesures doivent donc être considérées comme un indicateur imparfait des évolutions futures de l'inflation.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres se sont largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, selon laquelle la dynamique monétaire s'est modérée, en partie en raison du ralentissement des prêts bancaires consentis aux entreprises. La croissance annuelle de M3 s'est établie à 5,2 % en janvier 2020, en légère baisse par rapport à son pic récent. La croissance de la monnaie reflète la poursuite de la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments de M3 par rapport aux autres instruments financiers. L'expansion des prêts au secteur privé s'est poursuivie dans l'ensemble, tandis que le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est resté inchangé en janvier, à 3,2 %, confirmant la modération observée depuis l'automne 2019. Il a été noté que les critères d'octroi des crédits aux PME s'étaient légèrement durcis et que le taux de refus de ces crédits avait augmenté au cours des quatre dernières campagnes de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les conditions financières et les conditions de financement des banques se sont durcies dans la zone euro depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les valorisations boursières ont fortement diminué ces dernières semaines, comme indiqué également dans la présentation de Mme Schnabel, même s'il a été mentionné qu'une partie de la baisse des prix d'actifs pouvait être considérée comme la correction d'une surévaluation antérieure. Même si elle est limitée jusqu'à présent, l'appréciation récente de l'euro est venue s'ajouter au durcissement des conditions financières, ce qui – si ce mouvement s'avérait plus durable – pourrait éloigner encore davantage les anticipations d'inflation de l'objectif du Conseil des gouverneurs. Alors que les implications de la pandémie de coronavirus vont dans le sens d'une détérioration importante des perspectives de croissance de la zone euro et d'une augmentation des risques à la baisse à court terme, les conséquences pour l'inflation sont entourées d'une incertitude élevée compte tenu des perturbations de l'offre et du fléchissement de la demande.

Les membres se sont accordés sur le fait qu'une réponse de politique monétaire décisive était nécessaire dans les circonstances actuelles, à la fois pour préserver l'orientation de la politique monétaire et pour soutenir son mécanisme de transmission. Même si la source du choc se situe hors du champ de la politique monétaire et doit être principalement traitée par des mesures budgétaires rapides et ciblées, un ensemble énergique de mesures de politique monétaire a été jugé indispensable. Premièrement, un tel ensemble de mesures atténuerait la menace d'une contraction de la liquidité et du crédit, qui aggraverait encore plus la situation de l'économie réelle. Deuxièmement, il contribuerait à contrer une dynamique de crainte auto-réalisatrice et un regain de fragmentation des marchés financiers. Afin d'optimiser l'efficacité de la réponse de politique monétaire, la coordination avec les politiques budgétaires et prudentielles a été jugée essentielle.

Comme souligné par M. Lane dans son introduction, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'un premier volet de la réponse de politique monétaire consiste à préserver la liquidité dans le système bancaire en garantissant que les banques continuent d'avoir accès aux financements à des conditions attractives, ce qui constitue un élément nécessaire pour se prémunir contre une éventuelle contraction du crédit. Toutefois, il a également été avancé que cela n'est pas suffisant pour garantir que la liquidité mise à disposition des banques sera transmise aux utilisateurs finaux. Il a été souligné qu'alors que les banques étaient au cœur du problème durant la crise financière de 2008, la situation actuelle est différente dans le sens où les problèmes se matérialiseront d'abord dans l'économie réelle et se refléteront par la suite dans les bilans des banques.

Les membres du Conseil ont également convenu que le deuxième volet de la réponse de politique monétaire proposée, à savoir préserver la poursuite du flux de crédits à l'économie réelle, était primordial. Dans les conditions actuelles, toutefois, il a été jugé plus difficile de garantir que la liquidité fournie par le biais des opérations de politique monétaire parvienne jusqu'à ceux qui en ont le plus besoin, comme les PME, les problèmes au niveau de l'économie réelle risquant de perturber les flux de crédit vers les entreprises. Les banques doivent être incitées à fournir des crédits aux entreprises viables souffrant d'une réduction de leur trésorerie en raison de la pandémie de coronavirus. À cet égard, il a été souligné qu'une action proportionnée de la part des gouvernements et des superviseurs pourrait favoriser une transmission efficace de la politique monétaire, par exemple via des garanties de crédit.

Les membres du Conseil se sont également accordés sur le troisième volet de la nécessaire réponse de politique monétaire, à savoir préserver l'orientation de la politique monétaire, en évitant un durcissement procyclique des conditions de financement dans l'économie. Toutefois, il a été rappelé que les instruments influençant l'orientation de la politique monétaire ne deviendront pleinement efficaces qu'une fois la propagation du coronavirus contenue par d'autres politiques. Dans le même temps, il a été rappelé que la politique monétaire de la BCE était très accommodante depuis la crise financière. Il a été souligné qu'afin de maintenir des conditions monétaires accommodantes, le Conseil des gouverneurs devait envisager d'utiliser tous les outils à sa disposition de manière flexible.

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont souscrit au train de mesures de politique monétaire proposé par M. Lane dans son introduction, à savoir : premièrement, proposer des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) supplémentaires afin d'apporter un soutien immédiat en liquidité au système bancaire de la zone euro, à un taux d'intérêt égal à celui de la facilité de dépôt ; deuxièmement, appliquer des conditions plus favorables à toutes les TLTRO III pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021 ; et, troisièmement, consacrer une enveloppe temporaire supplémentaire de 120 milliards d'euros à des achats nets d'actifs. Dans l'ensemble, le train de mesures a été jugé approprié pour couvrir les trois volets de la réponse de politique monétaire proposée, même si des nuances ont été exprimées s'agissant des différentes composantes. Conjuguées à la forte relance monétaire actuellement en place, ces mesures favoriseraient les conditions de liquidité et de financement et contribueraient à préserver la fluidité de la fourniture de crédit à l'économie réelle. Les membres du Conseil ont salué les LTRO supplémentaires proposées, qui assoupliront immédiatement les conditions de financement pour les banques, permettant ainsi un apport de liquidité efficace jusqu'à l'opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO III) en juin 2020, qui sera réalisée aux conditions plus

favorables proposées. La première opération LTRO sera annoncée le 16 mars 2020, allouée le 17 mars 2020 et réglée le 18 mars 2020, les opérations suivantes se déroulant à une fréquence hebdomadaire jusqu'au 10 juin 2020. Toutes les opérations arriveront à échéance le 24 juin 2020, date à laquelle elles pourront être reportées sur l'opération TLTRO III de juin. En offrant des financements au taux de la facilité de dépôt, les LTRO permettront aux banques de bénéficier immédiatement de conditions d'emprunt très favorables et leur offriront dans le même temps un degré élevé de flexibilité pour un coût opérationnel faible. Cela fournira un mécanisme de soutien simple et efficace, en particulier en association avec l'allocation intégrale des opérations, et garantira que les banques disposent de liquidités jusqu'à l'opération TLTRO III de juin, qui a nécessité un délai de mise en œuvre plus long en raison de sa complexité opérationnelle.

Les membres du Conseil ont largement partagé l'opinion selon laquelle les modifications proposées pour les opérations TLTRO III soutiendraient l'octroi de prêts bancaires aux entreprises subissant le plus durement les effets de la propagation du coronavirus, en particulier les PME. Pour la période allant du 24 juin 2020 au 23 juin 2021, le taux d'intérêt appliqué à toutes les TLTRO III en cours pendant cette période sera inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème réalisées sur la même période. Pour les contreparties dont le montant net de prêts éligibles atteint la valeur de référence, le taux d'intérêt appliqué sera inférieur de 25 points de base au taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt en vigueur sur la même période, et en tout état de cause, ne dépassera pas $-0,75\%$. Le seuil de performance en matière d'octroi de prêts pour obtenir le taux d'intérêt minimum sera abaissé de $2,5\%$ à 0% . Le montant total maximum que les contreparties pourront emprunter lors des TLTRO III sera porté de 30% à 50% de leur encours de prêts éligibles. La limite appliquée au montant pouvant être emprunté lors de chaque opération sera supprimée.

Les modifications proposées des paramètres des TLTRO III ont été considérées être bien adaptées pour assouplir temporairement les conditions de financement pour les banques, soutenir les flux de crédit vers les secteurs affectés et éviter un durcissement de l'offre de crédit. Ces modifications ont fait baisser les taux d'intérêt de façon ciblée pour les contreparties éligibles et ont fortement incité les banques à ne pas réduire leurs prêts. Relier les conditions favorables aux portefeuilles de crédit des banques devrait les inciter à ne pas réduire le crédit au moment où l'économie en a besoin. Il a toutefois été souligné que la réduction à 0% du seuil de performance en matière d'octroi de prêts pourrait apporter un soutien insuffisant si les banques étaient contraintes de réduire leurs expositions de crédit en raison de préoccupations prudentielles ou de pressions du marché, ce qui aurait probablement pour résultat une contraction du crédit. Les membres du Conseil se sont accordés sur l'importance d'étudier des options permettant de mieux inciter les banques à accroître leurs prêts aux PME.

Afin de permettre aux banques d'utiliser pleinement les facilités de prêt de la BCE, les membres du Conseil ont largement approuvé la proposition de M. Lane de confier aux comités de l'Eurosystème l'étude de possibilités d'élargir encore le dispositif de garanties. L'élargissement des garanties éligibles et le réexamen du cadre pour les créances privées supplémentaires ont été considérés comme particulièrement importants pour l'amélioration des flux de prêts bancaires destinés aux PME.

Les membres du Conseil se sont généralement accordés sur le fait que l'enveloppe supplémentaire d'achats nets d'actifs figurant au nombre des mesures proposées était essentielle pour exercer une incidence sur le niveau de la courbe des rendements sans risque. En conjonction avec l'APP déjà en place, une enveloppe temporaire supplémentaire de 120 milliards d'euros jusqu'à la fin de l'année, avec une forte contribution des programmes d'achats de titres du secteur privé, devrait conforter des conditions de financement favorables pour l'économie réelle dans une période d'incertitudes élevées. La limitation de l'enveloppe supplémentaire à l'année civile en cours a été jugée appropriée en réponse à un choc considéré comme temporaire à ce stade. Les achats de titres du secteur privé devraient apporter un signal fort de soutien à des conditions de financement favorables dans le secteur des entreprises. Une expansion flexible des achats nets dans le cadre de l'APP a également été considérée comme compensant partiellement la non-réduction du taux de la facilité de dépôt, les achats d'actifs du secteur public contribuant à maintenir un taux sans risque servant de référence pour la cotation de nombreux autres produits financiers. Il a été observé que, même si l'enveloppe de 120 milliards d'euros paraît importante, un volume plus important serait justifié face aux perturbations observées. Il a également été souligné qu'une augmentation de l'enveloppe de l'APP pourrait être considérée comme un moyen approprié de soutenir une réponse publique coordonnée, le Conseil des gouverneurs exhortant les autorités à prendre des mesures budgétaires décisives.

Globalement, il a été estimé préférable d'augmenter encore le volume de l'APP plutôt que de réduire à nouveau le taux de la facilité de dépôt. Les achats nets supplémentaires devraient faciliter la transmission de la politique monétaire sur la partie longue de la courbe des rendements sans risque et fournir une certaine forme de soutien aux marchés obligataires publics et privés. Toutefois, des réserves ont aussi été exprimées à propos de l'extension éventuelle du programme d'achats de titres du secteur public comme moyen de maintenir ou d'abaisser la courbe des rendements sans risque à un moment où les rendements des emprunts publics les mieux notés ont chuté à des niveaux historiquement bas dans un contexte d'aversion accrue pour le risque. Il a également été souligné que, dans des circonstances normales, la relation entre la clé de répartition du capital de la BCE et la courbe des rendements sans risque était stable, alors que, dans les conditions actuelles, cette relation était faussée par un arbitrage au profit des actifs sûrs, appelant à une flexibilité temporaire et tactique pour les achats dans le cadre de l'APP afin de remédier aux problèmes de liquidité résultant de ce report vers des actifs sûrs. Il a été avancé que la fourniture d'une enveloppe supplémentaire jusqu'à la fin de l'année apporterait assez de flexibilité à la mise en œuvre des achats pour cibler temporairement des marchés où les conditions sont particulièrement tendues. Il a été confirmé que si les paramètres orientant l'APP sont toujours en place, le calendrier pour la convergence des portefeuilles d'obligations souveraines de la BCE vers la clé de répartition du capital devrait permettre une certaine souplesse pour les achats dans le cadre des paramètres existants.

La justification du recours à des achats d'actifs supplémentaires, notamment les achats de titres du secteur public, en tant qu'instrument destiné à assouplir l'orientation de la politique monétaire a été rappelée, conformément à l'objectif de l'APP étendu, défini en 2015. Dans ce contexte, il a toutefois été remarqué qu'il était difficile d'établir si les *spreads* observés résultaient d'une augmentation du risque de crédit ou d'une pénurie de liquidité.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les circonstances actuellement très difficiles nécessitent un degré maximal de cohésion, de consensus et d'unité au sein du Conseil des gouverneurs, malgré des préférences variables pour les différents instruments de politique monétaire examinés.

Compte tenu de la nature temporaire attendue du choc et des mesures proposées, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'il n'était pas approprié de réduire le taux de la facilité de dépôt à cette occasion. Plusieurs membres du Conseil ont exprimé leur souhait d'étudier une baisse du taux de la facilité de dépôt au cours de cette réunion, mais la plupart des membres ont considéré que l'extension de l'APP serait plus efficace pour réduire les taux sans risque. Dans le même temps, il a été jugé important pour le Conseil des gouverneurs de mettre l'accent, conformément à sa *forward guidance* actuelle, sur le fait que les taux pourraient être encore abaissés si le Conseil des gouverneurs le considérait approprié.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, il a été souligné que, au vu des évolutions actuelles, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement les conséquences de la propagation du coronavirus pour l'économie, pour l'inflation à moyen terme et pour la transmission de sa politique monétaire, et se tiendra prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, le cas échéant, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. Bien que les mesures proposées aient été jugées appropriées pour le moment, il a été estimé que, le coronavirus continuant de se propager, le Conseil des gouverneurs pourrait être confronté à des pressions persistantes sur les marchés et à des anticipations de nouvelles mesures lors de ses réunions pendant un certain temps.

L'engagement en faveur d'une action commune des gouvernements de la zone euro et des institutions européennes dans la situation actuelle a été salué, et la nécessité d'une orientation budgétaire plus accommodante et plus ciblée a été réitérée au vu de la dégradation des perspectives et afin de se prémunir contre la poursuite de la matérialisation des risques à la baisse. La politique monétaire pourrait efficacement remédier aux contraintes de liquidité sur les marchés financiers, mais il a fallu admettre les limites de ce qu'elle peut faire pour traiter les conséquences immédiates de la pandémie de coronavirus. Les importants risques à la baisse pesant sur les perspectives de la zone euro devaient être soulignés, car la propagation du coronavirus a ajouté une nouvelle source substantielle de risque.

S'agissant de la *forward guidance*, il a été souligné que 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 que le Conseil ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur l'horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière constante dans la dynamique d'inflation sous-jacente. Le Conseil des gouverneurs a également confirmé qu'il se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a adopté un vaste ensemble de mesures de politique monétaire :

1) Des opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) supplémentaires vont être conduites, temporairement, pour fournir un soutien immédiat à la liquidité du système financier de la zone euro. Bien que le Conseil des gouverneurs n'ait pas perçu de signes importants de tensions sur les marchés monétaires ou de déficits de liquidité dans le système bancaire, ces opérations devraient apporter un soutien effectif en cas de besoin. Elles seront menées *via* une procédure d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt égal au taux moyen appliqué à la facilité de dépôt. Les opérations de refinancement à plus long terme fourniront de la liquidité à des conditions favorables jusqu'à l'opération de refinancement à plus long terme ciblée (TLTRO III), en juin 2020.

2) S'agissant des TLTRO III, des conditions nettement plus favorables seront appliquées à toutes les opérations en cours pendant la période allant de juin 2020 à juin 2021. Ces opérations soutiendront l'octroi de prêts aux agents subissant le plus durement les effets de la propagation du coronavirus, en particulier les PME. Tout au long de cette période, le taux d'intérêt appliqué à ces TLTRO III sera inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème. Pour les contreparties ayant maintenu leur niveau de fourniture de crédits, le taux appliqué à ces opérations sera plus bas, et pourra être jusqu'à 25 points de base inférieur au taux moyen de la facilité de dépôt sur la période se terminant en juin 2021. De plus, le montant total maximum que les contreparties pourront désormais emprunter lors des TLTRO III a été porté à 50 % de leur encours de prêts éligibles au 28 février 2019. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs va charger les comités de l'Eurosystème d'étudier des mesures d'assouplissement du dispositif de garanties visant à faire en sorte que les contreparties puissent continuer à utiliser pleinement le soutien en matière de financement.

3) Une enveloppe temporaire de 120 milliards d'euros sera consacrée à des achats nets d'actifs supplémentaires d'ici la fin de l'année pour assurer une forte contribution des programmes d'achats de titres du secteur privé. Avec l'APP déjà en place, cette mesure confortera des conditions de financement favorables pour l'économie réelle dans une période d'incertitudes élevées. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats nets d'actifs 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.

4) 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 constante dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

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

De plus amples détails sur les conditions précises des nouvelles opérations seront publiés à l'issue de la conférence de presse dans des communiqués de presse spécifiques.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration introductive, que la présidente et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la présente réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration introductive

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.fr.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.fr.html>

[La BCE annonce des mesures de soutien aux conditions de la liquidité bancaire et à l'activité du marché monétaire](#)

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_1~39db50b717.en.html

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 11-12 mars 2020

Membres

Mme Lagarde, présidente
M. de Guindos, vice-président
M. Costa, par téléconférence
M. Hernández de Cos
M. Herodotou, par téléconférence
M. Holzmann *
M. Kazāks, par téléconférence
M. Kažimír
M. Knot
M. Lane
M. Makhlouf
M. Mersch
M. Müller, par téléconférence
M. Panetta, par téléconférence
M. Rehn
M. Reinesch *
Mme Schnabel
M. Stouraras
M. Vasiliauskas, par téléconférence
M. Vasle, par téléconférence
M. Vella *, par téléconférence
M. Villeroy de Galhau
M. Visco *, par téléconférence
M. Weidmann
M. Wunsch

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

Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président 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.

Personnes accompagnantes

M. Alves
M. Arce
M. Aucremanne
M. Bradeško, par téléconférence
Mme Buch
Mme Cleanthous, par téléconférence
M. Demarco, par téléconférence
Mme Donnery, par téléconférence
M. Filipozzi, par téléconférence
M. Gaiotti, par téléconférence
M. Kuodis, par téléconférence
M. Lünemann
M. Odór
M. Pattipeilohy
Mme Ritzberger-Grünwald
M. Rutkaste
M. Tavlás
M. Välimäki

Autres membres du personnel de la BCE

Mme Graeff, directrice générale Communication
M. Straub, conseiller auprès du président
Mme 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 21 mai 2020.