

Pour s'initier à l'activité de banque centrale
et à la politique monétaire dans la zone euro



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME



Banque **Nationale**
DE BELGIQUE
Eurosystème

Generation Euro Students' Award 2021-2022

La politique monétaire dans la zone euro

Cette brochure apporte quelques éléments d'information sur la politique monétaire dans la zone euro. Nous vous invitons à consulter le site internet de la [BNB](#) et celui de la [BCE](#) pour y lire des informations plus complètes qui pourront vous être utiles afin de préparer la compétition.

Histoire et cadre institutionnel

Depuis le 1^{er} janvier 1999, la Banque centrale européenne (BCE) est chargée de la mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro, qui réunit les États membres de l'Union européenne (UE) utilisant l'euro. À cette date, la responsabilité de la politique monétaire a été transférée des banques centrales nationales des États membres ¹, alors au nombre de onze, vers la BCE. Durant les trois premières années, l'euro était cependant une monnaie invisible, utilisée à des fins comptables uniquement, par exemple pour les paiements électroniques. Il a fallu attendre le 1^{er} janvier 2002 pour que les billets et pièces en euros soient mis en circulation. Ceux-ci se sont substitués aux billets et pièces en monnaies nationales, comme le franc belge, à des taux de conversion fixes ².

La création de la zone euro et la fondation de la BCE ont constitué des étapes importantes dans le processus d'intégration européenne. Les pays désireux de rejoindre la zone euro devaient satisfaire aux fameux « critères de convergence ». Ces critères – également appelés critères de Maastricht, du nom du traité ratifié en 1991 qui les a définis – posent des conditions en matière d'inflation, de taux d'intérêt à long terme, de taux de change ainsi que sur le front des finances publiques du pays concerné. Ils se sont d'ailleurs aussi appliqués à tous les États membres de l'UE qui allaient encore adopter l'euro par la suite. L'intégralité des États membres de l'UE à l'exception du Danemark – qui a officiellement convenu qu'il n'adopterait pas l'euro – sont en effet censés adhérer à l'union monétaire et introduire l'euro aussitôt qu'ils répondent aux critères de convergence.

La BCE et les banques centrales nationales de tous les pays membres de l'UE, qu'ils aient introduit l'euro ou non, forment ensemble le Système européen de banques centrales, ou SEBC. L'Eurosystème réunit la BCE et les banques centrales nationales des États membres qui utilisent l'euro comme monnaie. L'Eurosystème et le SEBC continueront de coexister tant que tous les États membres n'auront pas rejoint la zone euro.

Le traité sur le fonctionnement de l'UE fixe les missions du SEBC. Au-delà de la définition et de la mise en œuvre de la politique monétaire – sur lesquelles la brochure revient plus longuement ci après –, la BCE accomplit, conjointement avec les autres banques centrales du SEBC, toute une série de tâches allant, notamment, de la surveillance bancaire et de la préservation de la stabilité financière dans l'UE à l'émission des billets en euros, en passant par la promotion du bon fonctionnement du système de paiements.

¹ L'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, l'Irlande, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal ont introduit l'euro le 1^{er} janvier 1999. La Grèce (2001), la Slovaquie (2007), Chypre et Malte (2008), la Lituanie (2009), l'Estonie (2011), la Lettonie (2014) et la Lituanie (2015) leur ont ensuite emboîté le pas en rejoignant l'union monétaire.

² Le taux de conversion du franc belge a été fixé à € 1 = BEF 40,3399.

Bon à savoir: indépendance, responsabilité et transparence de l'Eurosystème

Le traité sur le fonctionnement de l'UE dispose que l'Eurosystème doit pouvoir exécuter ses tâches en toute indépendance. Les durées relativement longues des mandats des directeurs de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales de l'Eurosystème visent par exemple à les préserver de toute ingérence politique de la part des institutions et des gouvernements de l'UE ainsi que de ses États membres. À côté de cette indépendance politique, l'Eurosystème jouit également d'une indépendance financière et fonctionnelle: il dispose de tous les moyens nécessaires pour pouvoir accomplir efficacement ses missions. L'obligation de rendre compte est le pendant nécessaire de cette indépendance. La BCE rend compte au Parlement européen, instance représentative de la population, ainsi qu'au Conseil de l'UE, qui représente les gouvernements des États membres. Enfin, un degré suffisant de transparence concernant le cadre de sa politique monétaire, par la voie d'une communication claire au grand public, doit rendre la politique plus efficace et plus crédible.



Objectifs de la politique monétaire

Le traité sur le fonctionnement de l'UE classe les objectifs de la politique monétaire dans un ordre précis. L'objectif premier de la politique monétaire est de préserver la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, le traité stipule par ailleurs que la politique monétaire doit apporter son soutien aux politiques économiques générales de l'UE, autrement dit à une croissance économique équilibrée, à une économie sociale de marché hautement compétitive axée sur le plein emploi et sur le progrès social ainsi qu'à un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement.

L'objectif de stabilité des prix fait référence au niveau général des prix dans l'économie et consiste à éviter les périodes prolongées d'inflation aussi bien trop forte que trop faible (voire, la déflation). La stabilité des prix soutient en effet l'activité économique et l'emploi de différentes manières, en ce notamment qu'elle :

- renforce la transparence du mécanisme de formation des prix. Dans un contexte de stabilité des prix, il est plus facile pour les consommateurs d'identifier les variations des prix relatifs (autrement dit les variations de prix de différents biens et services) : ils ne sont en effet pas perturbés par les importantes fluctuations du niveau général des prix lorsque l'inflation est forte. Ils peuvent donc prendre des décisions de consommation et d'investissements en connaissance de cause et mieux affecter leurs ressources, c'est-à-dire leur argent ;
- réduit les primes de risque liées à l'inflation contenues dans les taux d'intérêt, c'est-à-dire la « compensation » exigée par les investisseurs pour toute accélération inattendue de l'inflation pendant la durée de leurs investissements. Cela fait baisser les taux d'intérêt et renforce les incitations à investir ;
- rend superflues les activités improductives relatives à la couverture des risques liés à l'inflation ou à la déflation (par exemple, conserver des biens dans l'espoir que leur prix augmente) ;
- prévient une redistribution arbitraire de la richesse et des revenus à la suite d'épisodes inattendus d'inflation ou de déflation.

L'objectif de stabilité des prix est défini comme « une progression annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro de 2 % à moyen terme ». Cette définition n'a été adaptée en ce sens que dernièrement, lorsque l'Eurosystème a achevé l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire au début de juillet 2021. Si l'objectif de stabilité des prix était défini jusqu'il y a peu comme « une progression annuelle de l'IPCH *inférieure à, mais proche de 2 % à moyen terme* », la définition actuelle est volontairement symétrique : les écarts tant négatifs que positifs par rapport à cet objectif sont considérés comme étant aussi peu souhaitables les uns que les autres.

Plusieurs raisons peuvent justifier la poursuite d'un tel niveau positif d'inflation. En fonction de son mode de calcul, il se peut que l'inflation ait été surévaluée, notamment dans l'éventualité où une élévation de prix résulte d'améliorations du produit concerné. L'objectif d'une inflation proche de 2 % permet en outre de dégager une marge de sécurité contre les potentiels risques de déflation, si bien que l'Eurosystème doit recourir moins souvent à des mesures exceptionnelles (voyez également ci-dessous la section « Nouveaux instruments de politique monétaire »). Enfin, l'inflation à atteindre constitue une *moyenne* pour la zone euro. En visant une inflation moyenne positive, l'Eurosystème évite que certains pays ou certaines régions aient à faire face à une inflation particulièrement faible, voire négative, au motif que d'autres pays présentent une inflation plus élevée.

Bon à savoir : l'évaluation de la stratégie de politique monétaire dans la zone euro

En janvier 2020, l'Eurosystème a entamé une évaluation de sa stratégie de politique monétaire, dont les résultats ont été rendus publics au début de juillet 2021. La précédente évaluation de sa stratégie remontait déjà à 2003 et l'environnement dans lequel les banques centrales opèrent a sensiblement changé dans cet intervalle. Depuis la crise financière mondiale, l'Eurosystème est en butte à une période prolongée de faiblesse de la croissance et de l'inflation. Par ailleurs, d'autres évolutions, telles que la mondialisation, le changement climatique, la numérisation et les transformations du paysage financier, placent la politique monétaire face à des défis majeurs. Dans ce contexte, l'Eurosystème a sciemment opté pour une refonte approfondie de sa stratégie. Cet exercice a notamment porté sur la révision de la définition de la stabilité des prix, mais aussi sur l'examen des éventuels effets secondaires de la politique monétaire et sur la manière de les contourner ou encore sur la façon dont la politique monétaire peut concourir à endiguer le changement climatique.

Exécution de la politique monétaire

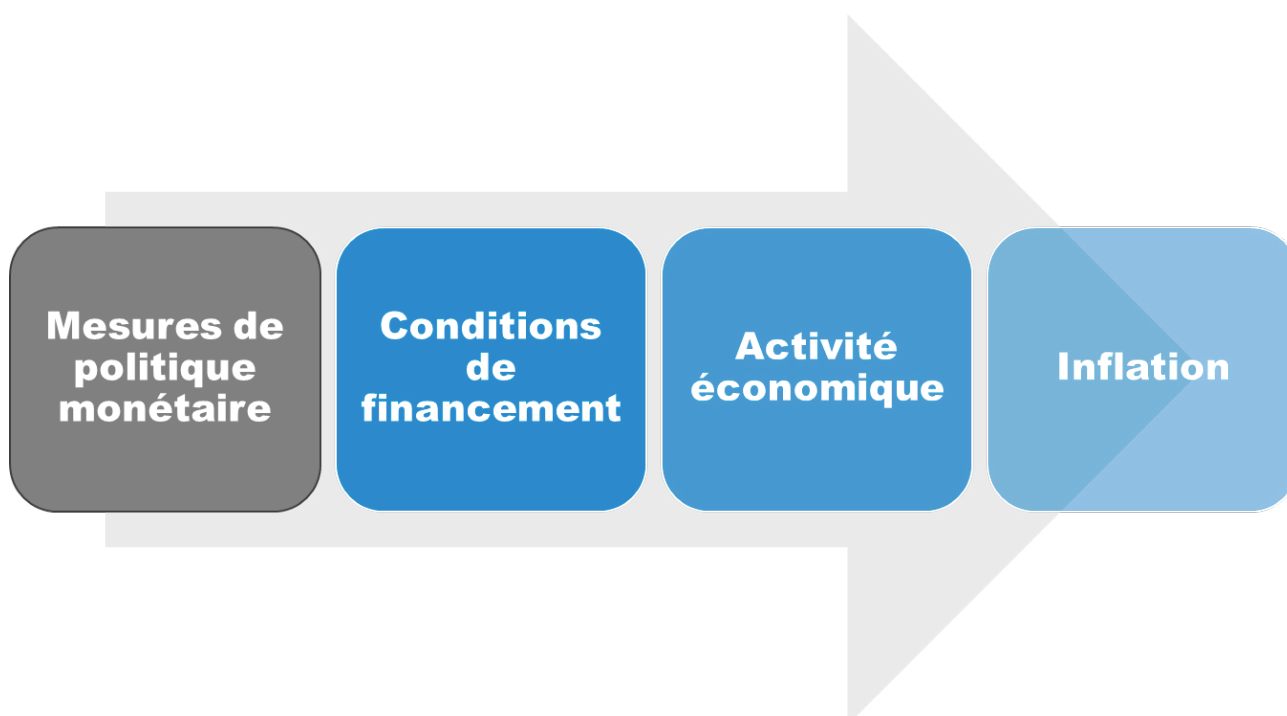
Le Conseil des gouverneurs de la BCE est chargé de mettre en œuvre la politique monétaire de la zone euro. Il se compose des six directeurs de la BCE et des dix-neuf gouverneurs des banques centrales nationales de l'Eurosystème. Christine Lagarde, qui a succédé à Mario Draghi en 2019 à la tête de la BCE, en préside les séances. Les réunions de politique monétaire du Conseil se tiennent toutes les six semaines. Pendant ces réunions, le Conseil évalue les évolutions économiques, monétaires et financières dans la zone euro et se fonde sur cette analyse pour adopter ses décisions en matière de politique monétaire. L'analyse économique porte sur les évolutions économiques réelles et nominales, tandis que les analyses monétaire et financière se concentrent sur le fonctionnement du mécanisme de transmission monétaire et sur les risques potentiels pesant sur la stabilité des prix.

À l'issue de ces réunions, les décisions sont commentées au cours d'une conférence de presse : après la déclaration introductive qui présente la justification des décisions prises, les journalistes sont invités à poser leurs questions. Les comptes rendus des réunions de politique monétaire du Conseil sont publiés depuis 2015.



Transmission de la politique monétaire

En pratique, les mesures de politique monétaire décidées par le Conseil des gouverneurs de la BCE visent à agir sur les conditions de financement de l'économie en vue d'influencer l'évolution de l'activité économique et de l'inflation.



Parmi les conditions de financement de l'économie, figurent les taux d'intérêt de marché. Il en coexiste une multitude, d'échéances diverses, dans les marchés financiers des pays de la zone euro : taux interbancaires, taux des obligations d'État, taux des obligations d'entreprise, taux des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages, etc.

Les taux d'intérêt sont importants car ils représentent à la fois le coût de l'emprunt contracté en vue de réaliser des projets et le rendement demandé par les agents prêteurs. Ils ont une incidence sur la rentabilité des investissements et jouent aussi un rôle décisif lorsqu'il y a lieu de choisir entre épargne et consommation. Leur évolution affecte ainsi directement les décisions d'investissement et de consommation des entreprises, des ménages et des pouvoirs publics. Or, les investissements et la consommation sont les moteurs de l'activité économique. C'est donc notamment parce qu'elles poussent les taux d'intérêt à la baisse ou à la hausse que les mesures de politique monétaire vont influencer le niveau de l'activité et, par conséquent, l'inflation, cette dernière étant largement déterminée par le degré de vigueur de l'économie.

Les mesures de politique monétaire peuvent également affecter d'autres conditions financières, telles que la dynamique des prêts bancaires et les conditions d'octroi de ceux-ci, le cours des actions, ou encore le taux de change. L'évolution de ces autres conditions est aussi de nature à influencer sur le niveau des investissements et de la consommation des entreprises, des ménages et des pouvoirs publics. Elles constituent donc, au même titre que les taux d'intérêt, des leviers au travers desquels la politique monétaire opère afin de maintenir la stabilité des prix.

En pratique, la politique monétaire suit un mode d'action dit « contracyclique ». Typiquement, lorsque l'inflation est trop basse par rapport à l'objectif, les mesures de politique monétaire visent surtout à *assouplir* les conditions de financement de l'économie (taux d'intérêt poussés à la baisse) afin de stimuler cette dernière et, par effet d'entraînement, de doper la dynamique des prix. À l'inverse, face à un taux d'inflation qui dérape, les mesures de politique monétaire s'emploient plutôt à *resserrer* les conditions de financement (taux d'intérêt poussés à la hausse) afin de contrer l'emballement de l'activité et de contenir les poussées inflationnistes qui y sont associées.

Instruments traditionnels de politique monétaire

Traditionnellement, la mise en œuvre de la politique monétaire de la zone euro vise à piloter les taux d'intérêt de marché à court terme en utilisant les taux directeurs de la BCE comme points d'ancrage.

Les taux d'intérêt de marché à court terme que l'Eurosystème cherche à contrôler sont en première ligne les taux interbancaires, c'est-à-dire les taux auxquels les banques commerciales de la zone euro se prêtent entre elles à de courtes échéances, voire au jour le jour. En pratique, pour influencer sur ces taux, l'Eurosystème exploite le monopole qu'il détient sur l'émission des liquidités que les banques commerciales de la zone euro s'échangent : ces liquidités sont d'ailleurs appelées les « réserves de banque centrale ». La gestion classique des besoins de liquidités du système bancaire peut s'opérer par le biais de trois instruments : les opérations d'open market traditionnelles, les facilités permanentes et les réserves obligatoires.

a) Opérations d'open market traditionnelles

Deux catégories majeures d'opérations d'open market traditionnelles sont offertes par l'Eurosystème :

- les opérations principales de refinancement, qui consistent en des prêts que l'Eurosystème octroie, à une fréquence hebdomadaire, aux banques de la zone euro en vue de leur fournir des liquidités pour une durée d'une semaine ; et
- les opérations de refinancement à plus long terme, qui consistent en des prêts que l'Eurosystème octroie, à une fréquence mensuelle, aux banques de la zone euro en vue de leur fournir des liquidités pour une durée de trois mois.

Ces opérations constituent le principal instrument de la politique monétaire traditionnelle. Dans ce cadre, elles servent non seulement à piloter les taux d'intérêt de marché à court terme, mais aussi à gérer les conditions de liquidité sur le marché du financement à court terme et à signaler l'orientation de la politique monétaire. En particulier, le taux des opérations principales de refinancement, c'est-à-dire le taux qui rémunère ces opérations de prêt, est à l'origine le taux directeur vers lequel les taux d'intérêt de marché à très court terme étaient amenés à converger.

b) Facilités permanentes

L'Eurosystème propose également des facilités permanentes, destinées à fournir des liquidités aux banques commerciales ou à absorber celles-ci pour une durée de 24 heures. Elles sont au nombre de deux :

- la facilité de prêt marginal, grâce à laquelle les banques commerciales peuvent obtenir des liquidités à 24 heures auprès de l'Eurosystème contre la remise de garanties éligibles ; et
- la facilité de dépôt, au titre de laquelle les banques commerciales peuvent effectuer des dépôts à 24 heures auprès de l'Eurosystème.

Les taux auxquels ces facilités permanentes sont rendues disponibles, à savoir le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt, sont en principe les taux directeurs qui balisent, respectivement à la hausse et à la baisse, la variation du taux d'intérêt interbancaire au jour le jour. Aucune banque commerciale ne va effectivement accepter d'emprunter au jour le jour (ni de prêter au jour le jour) à une autre banque commerciale à un taux d'intérêt supérieur (ou inférieur) à celui qu'elle obtiendrait auprès de l'Eurosystème.

c) Réserves obligatoires

L'Eurosystème impose aux banques commerciales de la zone euro de constituer des réserves minimales sur des comptes ouverts auprès de leurs banques centrales nationales respectives. Celles-ci sont rémunérées au taux des opérations principales de refinancement.

Les réserves obligatoires peuvent aider à créer ou à maintenir un besoin structurel de liquidités pour les banques commerciales lorsque cela est jugé nécessaire. Par ailleurs, elles peuvent aussi contribuer à stabiliser les taux d'intérêt interbancaires à court terme.

Nouveaux instruments de politique monétaire

Depuis plus d'une décennie, l'Eurosystème fait face à une succession sans précédent de crises et de périodes perturbées. À la suite de la crise financière mondiale qui a éclaté en 2007 s'est déclarée une crise de la dette souveraine. Celle-ci a débouché sur une phase de reprise très lente, ponctuée tantôt de risques déflationnistes, tantôt de risques de voir durer l'inflation basse. Cette phase a abruptement pris fin lorsque la crise du COVID-19 a déferlé en Europe, au printemps de 2020.

Compte tenu de la profondeur et de la durée des difficultés en matière d'inflation, les mesures traditionnelles de politique monétaire ont été complétées par une panoplie de nouveaux instruments, extraordinaires par leur nature, leur portée et leur ampleur. Ces nouveaux instruments ont donc été déployés par le Conseil des gouverneurs de la BCE au fil du temps, en vue de garantir la stabilité des prix dans la zone euro. En particulier, ils se sont employés à :

- répondre aux perturbations de la transmission de la politique monétaire ; et/ou
- approfondir l'assouplissement des conditions financières dans un contexte où le pilotage des taux d'intérêt à court terme n'offre plus de marge supplémentaire pour soutenir l'économie, les taux directeurs ayant été ramenés à leur borne inférieure.

Bon à savoir: les limites des instruments traditionnels de politique monétaire

Traditionnellement, la mise en œuvre de la politique monétaire suppose que les impulsions données par le biais des taux directeurs se propagent à l'ensemble des marchés financiers de la zone euro, affectant ainsi un large spectre de conditions de financement, qui influencent à leur tour le niveau d'activité et l'inflation. Ce mode d'action a, cependant, deux limites :

les perturbations de la transmission monétaire

- En cas de dysfonctionnement des marchés financiers et du crédit, par exemple lorsque les incertitudes inhérentes aux situations de crise rendent les banques commerciales très réticentes à se prêter entre elles, il se peut que les diminutions de taux directeurs ne se répercutent pas à l'ensemble de l'économie. Autrement dit, les coûts de financement des banques, des entreprises, des ménages ou encore des pouvoirs publics peuvent rester élevés, voire augmenter, alors même que les taux directeurs sont abaissés dans le même temps.

la borne inférieure des taux directeurs

- Les taux directeurs sont soumis à un niveau plancher : dans la mesure où il est toujours possible de convertir ses avoirs (détenus, par exemple, sur des comptes courants) en espèces (c'est-à-dire en pièces et en billets), qui ne sont par nature pas porteuses d'intérêts, les taux d'intérêt à court terme ne peuvent être conduits largement sous 0 %. En deçà d'un certain seuil, il serait en effet préférable pour les agents économiques de détenir leurs avoirs sous la forme d'espèces plutôt que sous la forme de dépôts/placements financiers. C'est le cas lorsque le montant des intérêts (négatifs) devient supérieur aux coûts liés au transport, à la garde et à la gestion de la liquidité sous la forme papier.

Les nouveaux instruments de politique monétaire visent à pallier ces limites, et ainsi à maintenir l'emprise de l'Eurosystème sur les conditions de financement de l'économie.

On peut distinguer trois grandes catégories parmi les nouveaux instruments de politique monétaire : les opérations d'open market à plus long terme, les achats d'actifs et les orientations prospectives.

a) Opérations d'open market à plus long terme

Les opérations d'open market à plus long terme se distinguent des fournitures de liquidités traditionnelles par une durée plus longue mais aussi généralement par des volumes octroyés plus importants et/ou des conditions tarifaires plus attractives.

Certaines de ces opérations ont pour objectif plus spécifique de se substituer aux transactions sur les marchés de financement à court et à moyen termes des acteurs financiers lorsque ces marchés sont paralysés, par exemple parce que l'aversion pour le risque augmente subitement. Par ce biais, l'Eurosystème endosse alors un rôle d'intermédiaire entre les banques commerciales. D'autres opérations s'attachent surtout à fournir des liquidités aux banques commerciales dans le but que celles-ci répercutent correctement l'assouplissement monétaire souhaité sur les conditions de crédit qu'elles appliquent aux entreprises et aux ménages.

On distingue les opérations d'*open market* à plus long terme suivantes :

- les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois ans (*three-year longer-term refinancing operations*, 3y LTRO), menées de décembre 2011 à février 2015 ;
- les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO), menées à compter de septembre 2014 ; et
- les opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), menées depuis mai 2020.

b) Achats d'actifs

Les achats d'actifs à grande échelle effectués par une banque centrale sont de nature à faire diminuer les primes de risque et/ou les primes de terme. Cela signifie concrètement que les achats exercent des pressions à la baisse sur le niveau des taux d'intérêt à long terme, et ce même lorsque les taux d'intérêt à court terme sont bloqués à leur niveau plancher. Cette action sur les taux d'intérêt à long terme fait que la politique monétaire continue de peser très directement sur les dépenses d'investissement et de consommation des entreprises, des ménages et des pouvoirs publics : les décisions d'investir ou de consommer des biens durables concernent en effet typiquement le moyen à long terme.

L'Eurosystème a mis en place les programmes d'achats d'actifs suivants :

- le programme pour les marchés de titres (*securities market programme*, SMP), dont les achats ont couru de mai 2010 à septembre 2012 ;
- les opérations monétaires sur titres (*outright monetary transactions*, OMT), activables à compter de septembre 2012 ;
- le programme étendu d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), en vigueur depuis octobre 2014 ; et
- le programme d'achats d'actifs face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont les achats ont débuté en mars 2020.

Bon à savoir: le taux de la facilité de dépôt comme référence

En raison des opérations de refinancement à plus long terme et des programmes d'achats d'actifs, les liquidités sont abondantes au sein du système bancaire de la zone euro. De ce fait, le taux de la facilité de dépôt est devenu le taux d'intérêt qui sert de référence pour fixer les taux pratiqués sur les marchés financiers de la zone euro, rôle auparavant joué par le taux des opérations principales de refinancement.

Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé sous la barre des 0 % depuis juin 2014. Il a été depuis lors diminué à plusieurs reprises et s'établit depuis septembre 2019 à -0,5 %.

c) Orientations prospectives

Les orientations prospectives (ou la *forward guidance*) correspondent aux indications que donne le Conseil des gouverneurs de la BCE sur ses intentions en matière de politique monétaire future, qu'il s'agisse de l'évolution des taux directeurs ou des programmes d'achats d'actifs. Les orientations prospectives peuvent par exemple conditionner la désactivation de certains instruments à des résultats en matière d'inflation. Le Conseil des gouverneurs de la BCE y a recours depuis juillet 2013.

Les orientations prospectives permettent de contrôler les attentes des agents économiques et de réduire l'incertitude quant à l'évolution des mesures de politique monétaire, ce qui contribue à une transmission appropriée des assouplissements monétaires

Bon à savoir : évaluation de la stratégie de politique monétaire et boîte à outils de l'Eurosystème

À la suite de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs de la BCE a déclaré que les taux directeurs resteraient l'instrument principal de la politique monétaire menée dans la zone euro. Mais, au vu de l'environnement de taux bas, il a été précisé que le recours aux orientations prospectives, aux achats d'actifs et aux opérations de refinancement à plus long terme perdurerait le cas échéant.

Politique monétaire et changement climatique

En 2021, le Conseil des gouverneurs de la BCE a approuvé un plan d'action visant à intégrer les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire.

Ce plan comprend une série d'engagements :

- continuer d'intégrer les questions liées au changement climatique dans son cadre de politique monétaire ;
- accroître ses capacités d'analyse relatives au changement climatique dans les domaines de la modélisation macroéconomique, des statistiques et de la politique monétaire ;
- inclure les considérations liées au changement climatique dans ses opérations de politique monétaire en ce qui concerne la communication, l'évaluation des risques, le dispositif de garanties et les achats de titres du secteur des entreprises ; et
- mettre en œuvre le plan d'action au rythme des progrès des politiques et initiatives de l'UE en rapport avec la déclaration et la communication relatives à la viabilité environnementale.

Pour aller plus loin ...

Pour en savoir plus sur les dernières mesures de politique monétaire décidées par le Conseil des gouverneurs de la BCE, consultez le chapitre 3 de notre rapport annuel : [rapport2020_tii_h3.pdf \(nbb.be\)](#).

Pour en savoir plus sur les résultats de la révision de la stratégie de politique monétaire dans la zone euro, visitez le site internet de la BCE : [évaluation stratégique \(europa.eu\)](#)

