



Réunion des 9 et 10 juin 2021

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 9 et le jeudi 10 juin 2021

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a procédé à l'examen des évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 21 et 22 avril 2021.

Le rendement nominal pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a augmenté de 5 points de base environ, tandis que les rendements à court et moyen terme sont demeurés globalement inchangés. Si l'on prend en compte également les évolutions plus globales intervenues depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 mars, une légère pentification de la courbe des rendements a pu être observée – phénomène typique d'une économie qui amorce une reprise. Les rendements à long terme des bons du Trésor américain sont demeurés largement inchangés au cours de la même période.

Les informations issues de la veille de marché indiquent deux principaux facteurs à l'origine des évolutions divergentes des rendements dans la zone euro et aux États-Unis. Le premier facteur est lié au rythme de la vaccination, qui s'est accéléré dans l'ensemble des principaux pays de la zone euro. En conséquence, d'ici le début de l'été, la zone euro devrait rattraper l'essentiel de son retard par rapport aux États-Unis en matière de vaccination. La forte proportion de vaccinations a également raffermi la confiance des investisseurs dans la solidité de la reprise en zone euro.

Le second facteur, lié au précédent, concerne la dynamique de réouverture de l'économie, qui a été considérablement plus rapide et plus solide économiquement que ne le prévoyaient la plupart des analystes. Les données des dernières semaines relatives à la zone euro n'ont pas cessé de surprendre favorablement les analystes de marché. Les données tirées de modèles confirment que les chocs macroéconomiques positifs ont été un facteur clé déterminant les rendements sans risque dans la zone euro depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 mars. Ce constat contraste fortement avec la période précédant la réunion de mars, où les répercussions d'évolutions extérieures à la zone euro étaient le principal facteur déterminant.

Le renforcement des anticipations d'une reprise solide dans la zone euro a amené les investisseurs à revoir nettement à la hausse la compensation de l'inflation exigée sur l'ensemble des échéances. Les marchés prévoient désormais que dans deux ans, l'inflation annuelle – une fois corrigée de la prime de risque sur l'inflation qui demeure négative – s'établira à presque 1,7 %, c'est-à-dire un niveau bien supérieur à celui observé avant la pandémie. Les prix des options suggèrent que les marchés intègrent presque une chance sur quatre pour que l'inflation dans la zone euro dépasse 2 % en moyenne au cours des cinq prochaines années. En conséquence, les variations de la compensation de l'inflation sont demeurées l'unique déterminant des évolutions des taux sans risque nominaux au cours des dernières semaines. Les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à long terme réels, en revanche, sont demeurés inférieurs aux niveaux qui prévalaient en décembre 2020, lorsque le Conseil des gouverneurs s'était engagé à préserver des conditions de financement favorables.

Dans le même temps, l'écart entre le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans et le taux OIS sans risque a augmenté de façon notable et persistante. Ce qui distingue le récent creusement de l'écart de nombreux épisodes précédents c'est le fait qu'il a concerné l'ensemble des obligations souveraines de la zone euro, y compris les plus sûres. En revanche, les écarts de rendement des obligations émises par les entreprises ont continué de bien résister. Il est probable que les importants coussins de liquidité, l'amélioration des perspectives d'évolution de la croissance et du crédit, ainsi que les anticipations de maintien du soutien apporté par la politique budgétaire aient conjointement contribué à préserver la stabilité des écarts à des niveaux équivalents ou proches de ceux observés avant la pandémie.

Les évolutions récentes se sont accompagnées d'un léger déplacement vers le haut de la courbe à terme du taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (EONIA), ce qui indique maintenant un relèvement des taux directeurs à une date légèrement plus avancée. Toutefois, l'ampleur limitée de ce déplacement et les données d'enquêtes suggèrent que les anticipations de relèvement des taux à proprement parler n'ont pas varié de manière significative au cours des derniers mois. Le taux de change effectif nominal de l'euro est également demeuré globalement inchangé au cours des derniers

mois, masquant des évolutions divergentes des taux de change bilatéraux qui ont reflété, entre autres, les rythmes différents de reprise économique dans le monde.

Enfin, les évolutions récentes sur les marchés boursiers suggèrent que les investisseurs continuent de considérer la nouvelle hausse des taux à long terme comme le signe avant-coureur d'une expansion robuste et résistante. L'indice EuroStoxx 50 a augmenté de 8 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 mars. Les révisions à la hausse des anticipations de bénéfices à long terme ont fait augmenter les valorisations boursières dans la zone euro. Les pays susceptibles de tirer davantage profit de la réouverture de l'économie et d'un rythme de vaccination plus soutenu ont récemment affiché de meilleurs résultats que les autres. Au niveau sectoriel, le secteur bancaire de la zone euro est celui qui a enregistré les meilleures performances sur les 12 derniers mois, bénéficiant d'une amélioration de l'économie domestique, d'une hausse des rendements obligataires et de faibles coûts de financement via les opérations de refinancement à plus long terme (TLTRO). Toutefois, en dépit de l'amélioration du sentiment de marché, les valorisations bancaires dans la zone euro sont restées faibles en comparaison des données historiques et internationales.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

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

S'agissant de l'environnement extérieur, les progrès accomplis dans la lutte contre la pandémie, notamment dans les économies avancées, se reflètent dans les évolutions des indices des directeurs d'achat (PMI) en tant qu'indicateurs avancés de l'activité économique. Les indices des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière se sont redressés rapidement mais se sont également stabilisés plus récemment, en partie en raison des goulets d'étranglement dans la production. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat pour la production mondiale de services a connu une hausse très significative et marquée. La reprise du commerce mondial a jusqu'à présent été très forte, ce qui reflète un lien étroit entre échanges commerciaux et industrie manufacturière.

Les prix du pétrole ont augmenté depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'avril (+ 7,7 %) et également par rapport aux hypothèses intégrées à la date d'arrêt des données dans les projections macroéconomiques de juin réalisées par les services de l'Eurosystème pour la zone euro (+ 3,9 %). Libellés en dollars, les prix du pétrole sont globalement revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie. En outre, depuis la réunion d'avril, l'euro s'est

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

légèrement apprécié vis-à-vis du dollar mais demeure globalement inchangé en termes effectifs nominaux – en dépit d'un niveau relativement élevé comparé à celui du printemps 2020.

S'agissant de la zone euro, au premier trimestre 2021, l'économie a enregistré un recul, imputable à la consommation, de la croissance du PIB. L'assouplissement des restrictions devrait permettre un rebond de l'activité dès le deuxième trimestre. Au niveau sectoriel, l'industrie manufacturière a été freinée par des contraintes d'offre liées aux semi-conducteurs et au transport de marchandises, qui ont pesé sur la production au premier trimestre. En outre, le secteur des services a continué d'être affecté de manière défavorable par les mesures de distanciation et par une insuffisance de la demande. Les services nécessitant de nombreux contacts qui ont été le plus durement frappés, tels que les voyages, l'hôtellerie et la restauration, accusent encore un retard mais la situation s'améliore clairement. L'amélioration de la situation pandémique se reflète dans la forte hausse des niveaux de confiance, comme en témoignent par exemple les données jusqu'en mai relatives à l'indicateur du climat économique (*Economic Sentiment Indicator*, ESI) et à l'indice des directeurs d'achat.

S'agissant des composantes du PIB, les dépenses de consommation ont diminué, en termes réels, de 2,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2021. Les ménages devenant progressivement plus optimistes, la consommation devrait augmenter fortement au deuxième et au troisième trimestre de l'année avant de se stabiliser. Si l'on s'attend à une baisse du taux d'épargne, il est néanmoins important de garder à l'esprit que la croissance du revenu disponible des ménages a été soutenue par les vastes mesures de soutien mises en œuvre par les autorités publiques au cours des derniers trimestres. Avec le rebond de l'économie, les revenus du travail devraient de nouveau contribuer davantage à la croissance des revenus des ménages.

L'investissement a continué de soutenir la reprise économique. Au premier trimestre de l'année, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a continué d'augmenter, de 0,5 % en rythme trimestriel, tandis que les entreprises ont également signalé d'importantes pénuries de main-d'œuvre et de matériaux, ainsi qu'un allongement presque record des délais de livraison des fournisseurs. Concernant l'investissement des entreprises, les données récentes indiquent un rebond également au deuxième trimestre 2021, après une contraction de 0,4 % en rythme trimestriel au premier trimestre.

S'agissant des échanges commerciaux de la zone euro, les indicateurs fondés sur les commandes signalent une dynamique soutenue, tandis que le redressement des exportations de biens hors zone euro s'est ralenti au cours des premiers mois de l'année. Les fabricants de la zone euro ont eu des difficultés d'approvisionnement en semi-conducteurs en raison des pénuries de consommations intermédiaires et ont souffert des perturbations dans le transport de marchandises.

Lorsqu'on évalue les évolutions sur le marché du travail, les indicateurs quantitatifs (*hard indicators*) ont continué de montrer des signes de faiblesse, tandis que les indicateurs qualitatifs (*soft indicators*)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

signalent des améliorations. L'emploi est encore inférieur de 2,2 % environ à ses niveaux d'avant la pandémie et le chiffre le plus récent pour le premier trimestre 2021 est de – 0,3 % (en rythme trimestriel), en raison de la contraction du PIB en volume au quatrième trimestre 2020 et au premier trimestre 2021. Le taux de chômage reflète une légère amélioration, mais les mesures plus larges de la sous-utilisation de la main-d'œuvre sont demeurées élevées. En lien avec la reprise de l'économie, les indicateurs prospectifs relatifs à l'emploi sont devenus positifs.

Les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème incluent des révisions à la hausse du niveau d'activité économique. Le PIB en volume devrait augmenter de 4,6 % en 2021 et de 4,7 % en 2022 (+ 0,6 point de pourcentage pour chacune des deux années après révision) ainsi que de 2,1 % en 2023 (sans changement). Globalement, l'accélération du rythme de la reprise a concerné l'ensemble des composantes de la demande. Pour tenir compte de l'incertitude persistante qui entoure la pandémie et de son incidence sur les évolutions économiques, deux scénarios alternatifs (l'un clément, l'autre sévère) ont de nouveau été préparés dans le cadre de l'exercice de projection de juin.

S'agissant des évolutions nominales, d'après l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accentuée, passant de 1,3 % en mars 2021 à 1,6 % en avril et 2,0 % en mai. Des effets de base positifs liés aux prix de l'énergie – associés à la forte baisse de ces prix en 2020 – ont dominé les évolutions de l'inflation totale depuis février 2021. Dans l'intervalle, le rôle de certains facteurs temporaires, tels que les soldes saisonniers ou les modifications des pondérations de l'IPCH, s'est affaibli au cours des derniers mois.

Entre mars et mai 2021, la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a affiché un profil d'évolution relativement stable, à 0,9 %, soit un niveau toujours légèrement inférieur à celui observé avant la pandémie. La croissance des salaires négociés s'est nettement ralentie, à 1,4 %, au premier trimestre 2021, soit très au-dessous du taux de 1,8 % enregistré en moyenne en 2020.

La rémunération par tête et la rémunération horaire ont continué d'être fortement impactées par les dispositifs de maintien de l'emploi. Dans le même temps, le déflateur du PIB a augmenté, passant de 1,3 % au quatrième trimestre 2020 à 1,5 % au premier trimestre 2021.

Les hausses prononcées des coûts des consommations intermédiaires (liées à l'accentuation de la hausse des prix des matières premières, à la forte augmentation des coûts de transport des marchandises et aux pénuries d'offre de certaines matières premières) ont entraîné des pressions à la hausse en amont de la chaîne des prix. Toutefois, jusqu'à présent, ces plus fortes pressions en amont concernant les biens intermédiaires ne se sont répercutées que dans une très faible mesure en aval de la chaîne des prix. La hausse des prix à la production de biens de consommation non alimentaires

dans la zone euro – une mesure clé des pressions en amont concernant les biens industriels non énergétiques – est ressortie à 1,0 % en avril, après 0,9 % en mars et 0,6 % en février.

Dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 1,9 % en 2021 puis revenir à 1,5 % et 1,4 %, respectivement, en 2022 et 2023.

Par comparaison avec les projections de mars des services de la BCE, les perspectives d'évolution de l'IPCH ont été revues à la hausse pour 2021 et 2022 mais restent inchangées pour 2023. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,1 % en 2021 à 1,3 % en 2022 et 1,4 % en 2023, et a été révisée à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection en raison des effets haussiers exercés par l'accentuation des tensions inflationnistes à l'échelle mondiale et par les évolutions plus positives concernant les capacités inutilisées.

S'agissant des mesures extraites des instruments de marché relatives à la compensation de l'inflation, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation ont poursuivi leur redressement, en particulier sur les échéances plus courtes. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an a augmenté de 23 points de base pour s'établir à 1,27 % depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des Gouverneurs d'avril, et le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a augmenté de 7 points de base pour s'inscrire à 1,60 %.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, les prix des actifs sur les différents marchés financiers ont reflété les améliorations des perspectives économiques. Les marchés d'actions et ceux des obligations d'entreprises ont reflété une amélioration des perspectives relatives à la croissance et au risque de crédit à court terme. Les taux sans risque à long terme et les rendements pondérés par le PIB des obligations souveraines ont de nouveau légèrement augmenté depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars et ont été supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance annuelle de l'agrégat M3 est revenue à 9,2 % en avril après 10 % en mars. Même si un ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large a été observé au cours des quatre premiers mois de 2021, il était lié à des facteurs spécifiques. La croissance de M3 a continué d'être alimentée par les achats d'actifs de l'Eurosystème et, jusqu'en mars, par la robustesse des prêts au secteur privé, ce qui a soutenu les coussins de liquidité des entreprises et les dépôts des ménages. Les prêts aux entreprises ont enregistré des remboursements nets en avril après l'importante entrée positive observée en mars, qui reflétait la décision de certaines banques d'anticiper leurs prêts sur le mois de mars afin de respecter la valeur de référence en termes de prêts fixée pour les TLTRO. La sortie enregistrée en avril pourrait également avoir reflété une diminution des besoins de liquidité, les secteurs les plus touchés par la pandémie montrant des signes

de reprise. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont augmenté en avril, contrebalançant et au-delà la baisse observée en mars.

Le soutien budgétaire a encore été renforcé, en particulier pour 2021, avec des mesures de relance supplémentaires substantielles depuis les projections de mars établies par les services de la BCE. Une relance plus importante financée par le programme *Next Generation EU* (NGEU) devrait apporter un soutien significatif à la croissance sur l'horizon de projection. Selon les projections budgétaires de juin, après la réponse budgétaire massive à la crise liée à la pandémie en 2020, le déficit budgétaire de la zone euro devrait se maintenir autour de 7 % en 2021 et revenir à des niveaux proches de 3 % à partir de 2022.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que même si la production a diminué au premier trimestre 2021, les données tirées d'enquêtes prospectives font état de l'amorce d'un rebond significatif au deuxième trimestre. En particulier, le secteur des services a commencé à rouvrir. Le secteur manufacturier reste robuste, même si des contraintes d'offre et les perspectives incertaines pour certaines grandes économies de marché émergentes devraient constituer des facteurs défavorables. Le redressement de l'activité économique devrait s'accélérer au troisième trimestre, grâce à de nouveaux progrès dans l'endigement de la pandémie et à l'assouplissement associé des mesures de distanciation sociale. Globalement, selon les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème, le PIB en volume devrait dépasser son niveau d'avant la pandémie au premier trimestre 2022, soit un trimestre plus tôt que prévu dans les projections de mars établies par les services de la BCE.

Les risques entourant les perspectives de croissance sont équilibrés. Une reprise encore plus forte pourrait reposer sur des évolutions plus favorables de la situation épidémiologique, un rebond plus vigoureux de la consommation et un redressement plus robuste que prévu de la demande étrangère. En revanche, les risques à la baisse restent principalement liés à une nouvelle détérioration de la pandémie, en raison par exemple de la propagation de variants plus contagieux du coronavirus (COVID-19), ainsi qu'aux perturbations financières qui pourraient résulter d'une augmentation des faillites d'entreprises.

La hausse de l'inflation totale, passée de 1,3 % en mars à 1,6 % en avril et 2,0 % en mai est principalement imputable à des effets de base importants relatifs à la composante énergie. Dans une moindre mesure, les prix des biens industriels non énergétiques ont également joué un rôle. Les tensions s'intensifient en amont de la chaîne des prix, même s'il n'y a pas de signe jusqu'à présent montrant que celles-ci se répercutent sur les évolutions de l'inflation. Les tensions

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

inflationnistes sous-jacentes demeurent modérées, notamment parce que la hausse des salaires reste faible. En raison de la fin de la réduction temporaire de la TVA mise en place l'année dernière en Allemagne, l'inflation totale devrait se redresser après l'été et atteindre un pic vers la fin de l'année, s'établissant en moyenne à 1,9 % en 2021 avant de retrouver des taux plus modérés à 1,5 % en 2022 et 1,4 % en 2023. La hausse prévue de l'inflation sous-jacente, de 1,1 % en 2021 à 1,3 % en 2022 et 1,4 % en 2023, reflète une révision à la hausse des projections de mars établies par les services de la BCE.

Les taux d'intérêt de marché à long terme de référence ont continué d'augmenter, exerçant des pressions à la hausse sur les rendements des obligations souveraines de la zone euro.

Les indicateurs des conditions de financement « situés en aval », qui rendent compte des conditions du crédit rencontrées par les ménages et les entreprises, continuent de faire état de conditions accommodantes. Celles-ci pourraient toutefois se durcir dans les prochains mois si le mouvement haussier des taux d'intérêt sans risque à long terme et des rendements des obligations souveraines s'avérait durable.

Le risque d'un durcissement des conditions financières doit être vu dans le contexte de perspectives toujours modérées pour l'inflation au-delà du court terme. Lors de sa réunion des 10 et 11 mars, face à un resserrement similaire des taux d'intérêt de marché dans un contexte d'amélioration limitée des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs avait décidé d'accroître sensiblement les achats dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). La situation macroéconomique au moment de la présente réunion est plus favorable : les perspectives économiques se sont améliorées, les risques ont diminué et le redressement prévu de l'inflation sous-jacente a renforcé la robustesse des perspectives d'inflation à moyen terme. Dans le même temps, le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation n'a pas été totalement inversé. De même, si elle se prolonge, la hausse des taux de marché pourrait freiner la reprise en cours et retarder de nouveaux progrès dans le renforcement de la dynamique de l'inflation.

Dans ce contexte, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs continue de procéder à des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP au cours du trimestre à venir à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année. Un rythme d'achats nettement plus élevé dans le cadre du PEPP reste nécessaire pour contribuer à préserver les conditions de financement favorables nécessaires pour compenser l'incidence négative de la pandémie sur l'inflation. Cela signifie que les achats d'actifs dans le cadre du PEPP demeurent une réponse de politique monétaire proportionnée aux risques pesant sur l'objectif d'inflation de la BCE.

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

Analyses économique et monétaire

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont généralement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro ainsi que des risques pesant sur l'activité présentée par M. Lane dans son introduction. Après la contraction observée au premier trimestre 2021, les données les plus récentes signalent un rebond de l'activité dans les services et le maintien du dynamisme de la production dans le secteur manufacturier. L'activité économique devrait s'accélérer au second semestre de l'année, sous l'effet de la poursuite de la levée des mesures d'endiguement. Cela étant, des incertitudes demeurent dans la mesure où les perspectives économiques à court terme continuent de dépendre de l'évolution de la pandémie et de la réponse de l'économie à l'issue du processus de réouverture. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois, largement en raison d'effets de base concernant la composante énergie et d'autres facteurs transitoires. Cette tendance haussière devrait se poursuivre au second semestre, avant un ralentissement lié à la dissipation des facteurs temporaires.

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle les perspectives économiques mondiales sont globalement inchangées. Cette situation masque une meilleure évolution des perspectives des économies avancées par rapport à celles des économies de marché émergentes, compte tenu des progrès plus rapides des programmes de vaccination dans les premières et de nouvelles préoccupations relatives à la pandémie dans les secondes. Les relations commerciales plus fortes existant entre la zone euro et les autres économies avancées signifient que des perspectives de croissance mondiale inchangées sont cohérentes avec une augmentation de la demande extérieure adressée à la zone euro. Il a été observé que par rapport aux progrès réalisés dans les autres grandes économies à travers le monde, la reprise économique dans la zone euro manquait jusqu'à présent de robustesse. Dans le même temps, il a été suggéré que les tensions inflationnistes observées dans certaines de ces économies plus avancées du point de vue du cycle, notamment les États-Unis, pourraient être un signe avant-coureur des évolutions de la zone euro à l'avenir.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, au premier trimestre de l'année, le PIB en volume de la zone s'est une nouvelle fois contracté, de 0,3 %, pour s'établir à un niveau inférieur de 5,1 % à son niveau d'avant la pandémie au quatrième trimestre 2019. Les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs et les indicateurs à haute fréquence signalent une amélioration notable de l'activité au deuxième trimestre de l'année. À moyen terme, la reprise de l'économie de la zone euro devrait

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

être favorisée par une demande mondiale et intérieure plus forte, avec le soutien continu apporté par les politiques monétaire et budgétaires.

Les membres du Conseil ont généralement approuvé le scénario de référence pour la croissance économique intégré dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème et la révision à la hausse par rapport aux projections de mars établies par les services de la BCE. Il a été largement reconnu que les informations et données devenues disponibles ont été favorables et ont renforcé la confiance dans la reprise économique attendue. Il a été souligné qu'il y avait eu une série de surprises positives dans la zone euro depuis la réunion de politique monétaire de mars. Des progrès significatifs ont été accomplis en ce qui concerne la vaccination et la maîtrise de la pandémie, de nombreuses restrictions étant levées dans les pays de la zone euro. Il a été avancé que les révisions à la hausse de la croissance dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème semblaient modestes par rapport aux améliorations récentes de certains indicateurs. En outre, l'activité au premier trimestre de cette année s'est avérée moins négative que prévu dans les projections de juin. Il a été avancé que cela restait encore à intégrer dans les perspectives et que cela impliquerait une réduction plus rapide de l'écart de production. Toutefois, il a été observé que les erreurs de projection pour le premier trimestre étaient très hétérogènes d'un pays à l'autre et que le résultat avait été meilleur que prévu seulement dans certaines parties de la zone euro.

Dans le même temps, il existe plusieurs raisons de se montrer prudent. La reprise est encore fragile et demeure fortement dépendante de l'évolution de la pandémie et de l'hypothèse selon laquelle la crise sanitaire sera terminée après l'été. Il a été fait référence à l'incertitude entourant l'apparition de nouveaux variants de la COVID-19 et les mesures d'endiguement que cela pourrait rendre nécessaires. En outre, il a été suggéré que les surprises positives dans les informations devenues disponibles avaient davantage trait à des données qualitatives qu'à des données quantitatives, et il a été noté que les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème pour la croissance au deuxième et au troisième trimestre de l'année étaient supérieures à celles fournies par des outils mécaniques de prévision à court terme. Il a également été souligné que la reprise restait fortement dépendante du soutien fourni par les mesures de politique budgétaire et l'orientation très accommodante de la politique monétaire.

Lors de l'évaluation des risques pesant sur la croissance, il a été souligné que les perspectives de croissance avaient fait l'objet de plusieurs révisions à la hausse successives au cours des exercices de projection récents, malgré l'évaluation antérieure de risques à la baisse. Il a été observé que les projections de référence de juin établies par les services de l'Eurosystème se situaient entre le scénario de référence et le scénario modéré des projections de mars établies par les services de la BCE. Il a également été noté que les projections relatives au PIB s'étaient rapprochées successivement de la trajectoire antérieure à la pandémie et il a été avancé que, de ce point de vue,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

les séquelles semblaient se révéler moins prononcées qu'on ne l'avait craint initialement. Dans le même temps, il a été rappelé que si la pandémie se poursuivait et si les restrictions restaient en place, les perspectives pourraient être tout aussi exposées à des révisions à la baisse qu'elles l'avaient été auparavant à des révisions à la hausse. En outre, dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, un certain nombre de facteurs de risque à la hausse antérieurs ont été pleinement intégrés dans le scénario de référence, notamment l'incidence associée aux plans budgétaires aux États-Unis.

Le comportement des consommateurs en réponse à un assouplissement des mesures de confinement demeure entouré d'incertitude. D'une part, il a été avancé que l'hypothèse incluse dans les projections de juin relative à l'utilisation de l'épargne forcée accumulée pourrait être trop prudente. Même réduits, des décaissements additionnels de cette épargne pourraient exercer un effet prononcé sur la consommation au vu des montants concernés. S'agissant de possibles risques à la hausse supplémentaires pesant sur la consommation, une question a été soulevée sur le rôle des effets de richesse associés aux récentes augmentations des prix des logements et des actions. D'autre part, il a été observé que, si les projections font l'hypothèse que seule une faible part de l'excédent d'épargne serait utilisée avant la fin de l'horizon de projection, elles demeurent fondées sur l'hypothèse d'une normalisation très rapide du taux d'épargne à court terme. Il a été rappelé que l'excédent d'épargne a été principalement accumulé par les ménages aisés qui ont une propension à consommer plus faible et qu'il est très hétérogène d'un pays de la zone euro à l'autre. Une question générale demeure concernant l'ampleur de la demande latente et dans quelle mesure l'excédent d'épargne pourrait aussi être utilisé pour la consommation plutôt que pour le logement ou d'autres fins, telles que le remboursement de dette.

Il a été observé qu'il n'y a pas de changement des projections relatives à la croissance du PIB en volume pour 2023 et que la révision à la hausse pour 2022 résulte essentiellement d'effets d'acquis de croissance liés à 2021, ce qui suggère de nouveaux risques à la hausse au-delà du court terme. Il a également été souligné que les risques à la baisse émanant des mécanismes d'amplification financière, liés aux faillites bancaires et aux tensions sur les banques qui y sont associées, ont diminué. Toutefois, il a été noté que la reprise économique demeure inégale selon les secteurs et qu'on pourrait encore observer une augmentation des défaillances d'entreprises, en particulier pour les petites et moyennes entreprises (PME) et dans le secteur des services. Il a été suggéré que des incertitudes et des risques demeuraient au cours de la dernière phase de la reprise, en lien avec la nécessaire réallocation des ressources généralement associée aux récessions très profondes.

Dans l'ensemble, les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro sont considérés comme globalement équilibrés. D'une part, la reprise économique pourrait se révéler encore plus solide sous l'effet d'un redressement plus soutenu de la demande mondiale et d'une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

réduction plus rapide de l'épargne des ménages, une fois levées les restrictions aux interactions sociales et en matière de déplacements. De l'autre, la poursuite de la pandémie, notamment la diffusion de variants du virus, et ses conséquences sur les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée est considérée comme toujours essentielle dans la mesure où un retrait prématuré du soutien budgétaire pourrait affaiblir la reprise et aggraver les séquelles à long terme de la crise. Il convient donc que les politiques budgétaires nationales maintiennent leur soutien crucial, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie en cours et aux mesures d'endiguement associées. Cependant, les gouvernements doivent s'assurer que les mesures budgétaires restent temporaires et contracycliques, tout en étant suffisamment ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide de l'économie de la zone euro. Le rôle essentiel du programme NGEU a été réaffirmé, les États membres ayant été appelés à allouer les fonds de manière productive et à les accompagner de politiques structurelles favorables à la productivité. Le programme NGEU pourrait ainsi contribuer à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme et accroître la capacité de résistance et le potentiel de croissance des économies des États membres. Ces politiques structurelles sont particulièrement importantes pour renforcer les structures économiques et les institutions, et accélérer les transitions écologique et numérique.

Les membres du Conseil ont noté que les projections de juin intègrent un nouvel assouplissement important de la politique budgétaire par rapport aux projections de mars. Par conséquent, l'orientation budgétaire de 2021 devrait être similaire à celle de 2020 et le risque d'« effets falaise » (« *cliff-edge effects* ») est considéré comme étant en recul. Si l'importance des mesures budgétaires pour le soutien de la reprise économique et la lutte contre la fragmentation financière a été réaffirmée, des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que l'assainissement budgétaire pourrait être tardif plutôt que prématuré et qu'il existe un risque d'importante détérioration structurelle des déficits budgétaires. Il convient d'être prudent dans l'interprétation des soldes budgétaires pour la période à venir, les mesures liées à la crise ayant été enregistrées en tant que dépenses structurelles dans les statistiques. De manière générale, il a été considéré que, pour le moment, l'hétérogénéité entre pays en matière de calendrier et de rapidité de la reprise économique implique des besoins différents en matière de soutien budgétaire ciblé et temporaire. Cela suggère que le nécessaire assainissement budgétaire devra être spécifique à chaque pays.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation dans la zone euro est passée de 1,3 % en mars 2021 à 1,6 % en avril et 2,0 % en mai. L'inflation totale devrait encore s'accroître à l'automne, surtout en raison des effets de base liés à la fin de la réduction temporaire de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

la TVA en Allemagne. Elle devrait ralentir à nouveau au début de l'année prochaine, avec la dissipation des facteurs temporaires. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient s'accroître quelque peu cette année, du fait de contraintes temporaires sur l'offre et de la reprise de la demande intérieure. Elles devraient cependant rester globalement modérées. Cette situation reflète notamment la faiblesse des tensions sur les salaires, dans le contexte d'une sous-utilisation toujours forte des capacités économiques, ainsi que l'appréciation de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie commenceront à s'estomper, la résorption de la sous-utilisation des capacités productives dans l'économie, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, contribuera à une accélération graduelle de l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'importance de faire abstraction de la hausse de l'inflation enregistrée en 2021. Il a été souligné que, si cette hausse, qui s'est établie à 2,0 % en mai, est plus élevée que prévu, elle a cependant fait suite à une longue période de faibles augmentations des prix et qu'il convient d'évaluer cette évolution dans une perspective à moyen terme. La question a été soulevée de savoir dans quelle mesure la récente hausse des coûts des intrants et les contraintes temporaires sur l'offre, comme dans le cas des semi-conducteurs, pourraient, avec le temps, se répercuter sur les prix à la consommation. Les tensions qui apparaissent au stade des consommations intermédiaires ne sont généralement répercutées que de façon limitée et lente sur les prix à la production des biens de consommation finale, puis sur les prix de détail. Dans le même temps, il a été suggéré que la situation actuelle pourrait se révéler différente de ce qu'elle a été par le passé dans la mesure où, après une longue période de faiblesse des bénéfices, les entreprises sont moins à même d'absorber dans leurs marges les tensions s'exerçant en amont, tandis que le redressement marqué de la demande pourrait être l'occasion d'ajuster les prix. Une répercussion plus prononcée qu'habituellement au stade de la consommation finale serait également possible si les ménages étaient prêts à payer un prix plus élevé au vu de l'épargne abondante qu'ils ont accumulée malgré eux pendant la pandémie. Dans ce contexte, il a été avancé que des risques à la hausse pourraient s'exercer non seulement à court terme, mais aussi à moyen terme.

Il a été suggéré que la perception, par le public, que les prix pouvaient augmenter de façon plus persistante pourrait avoir un impact sur le comportement des ménages et des entreprises au cours de la période à venir. Il a été reconnu que le pouvoir d'achat des ménages serait plus affecté que prévu cette année et il est difficile d'évaluer comment cette situation interagira avec les négociations salariales. Si des effets de second tour liés à une hausse des prix du pétrole et de l'inflation totale entraînaient une augmentation des salaires, cela favoriserait la convergence vers l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Il a toutefois été avancé que peu d'éléments attestent actuellement d'une augmentation des tensions salariales. Certains signes indiquent une pénurie de main-d'œuvre

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

dans certains secteurs, une situation qui varie selon les pays, mais globalement, il existe toujours un degré élevé de sous-utilisation des capacités sur le marché du travail et un nombre élevé de salariés inclus dans les dispositifs de maintien de l'emploi doivent encore renouer avec le travail. De plus, il a été rappelé que, depuis les réformes du marché du travail, l'indexation des salaires est beaucoup moins répandue qu'il y a quelques années.

Dans leur discussion sur les projections de juin, les membres du Conseil ont noté que la projection d'une inflation totale à 1,4 % en 2023 implique un chiffre à moyen terme bien inférieur à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs. Il en va de même dans le scénario modéré établi dans les projections et dans les prévisions d'autres institutions. Il a été observé que les prévisions d'inflation des autres institutions sont globalement comparables à celles des projections de juin, bien que leurs prévisions pour la croissance économique soient plus basses. Il a été souligné que les perspectives d'inflation auraient été encore moins élevées sans l'important soutien budgétaire et monétaire mis en œuvre. Il a également été mentionné que, dans les projections de juin, la révision à la hausse de l'inflation sous-jacente à un taux supérieur à sa moyenne de long terme a été compensée par un taux de variation des prix de l'énergie plus faible. Ces projections, tout comme plusieurs autres prévisions et projections, sont fondées sur l'hypothèse que les prix du pétrole suivront la trajectoire de leurs contrats à terme, entraînant mécaniquement une incidence baissière sur la dynamique des prix de l'énergie sur l'horizon de projection, ce qui, dans le contexte des projections actuelles, implique une baisse sujette à caution de l'inflation totale entre 2022 et 2023. Il a également été avancé que, dans une situation où les gouvernements s'efforceront d'atteindre des objectifs en matière de changement climatique, il serait probablement nécessaire de prendre de nouvelles mesures qui pourraient faire peser des risques à la hausse supplémentaires sur les évolutions des prix à moyen et à long terme. Pour ces raisons, une inflation projetée de seulement 1,4 % en 2023 a été largement considérée comme soumise à des risques à la hausse.

S'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté que les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées d'enquêtes demeurent atones, tandis que les indicateurs comparables de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché ont continué à augmenter et dépassent désormais les niveaux antérieurs à la pandémie. La hausse des anticipations d'inflation a été vue comme une évolution favorable. Il a été avancé que les anticipations d'inflation formées par les entreprises et les ménages ont tendance à être étroitement liées aux derniers chiffres de l'inflation effective, ce qui contribue à doper les anticipations d'inflation dans la mesure où l'inflation réalisée devrait dépasser 2 % pendant quelques mois encore. Toutefois, il a également été souligné que les niveaux plus élevés des indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché reflètent une hausse de la prime de risque plutôt qu'un déplacement vers le haut de la trajectoire anticipée de l'inflation. Néanmoins, une réduction de la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

prime de risque jusqu'ici négative constitue un premier pas vers sa normalisation, les agents économiques commençant à se couvrir contre les risques d'inflation plutôt que les risques de déflation.

Concernant l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Le taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire large (M3) a reculé en mars et en avril, en partie en raison d'importants effets de base négatifs et d'une atténuation des dépôts qui reflète la réduction des besoins de liquidité avec l'amélioration de la situation pandémique. Dans le même temps, les achats d'actifs en cours de l'Eurosystème demeurent la source la plus importante de création monétaire. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé a diminué en avril, la volatilité des prêts aux sociétés non financières reflétant des octrois anticipés de prêts, accordés en mars plutôt qu'en avril, et des flux mensuels vigoureux de prêts aux ménages.

Globalement, les conditions du crédit demeurent favorables. Le risque d'un durcissement prématuré des conditions d'octroi du crédit bancaire a été considéré comme atténué par le maintien d'un degré considérable de soutien public. La rentabilité des banques s'améliore, leur permettant ainsi de se préparer aux défauts de crédit et d'utiliser leur capacité de bilan en termes de coussins de fonds propres et de liquidité pour octroyer de nouveaux prêts. Il a été noté qu'il fallait s'attendre à un durcissement des taux débiteurs bancaires tel qu'intégré dans le scénario de référence, avec la suppression progressive des mesures de soutien, et à une augmentation du risque de crédit. On pourrait s'attendre à une multiplication des faillites dans le secteur des entreprises plus tard dans l'année et des « effets falaise » ne peuvent être exclus, notamment pour les PME. Toutefois, il a été souligné qu'une augmentation des défaillances pourrait résulter de niveaux artificiellement faibles. L'opinion a été exprimée que, dans l'ensemble, le risque d'effets d'amplification financière ou de contraintes pesant sur l'offre de crédit affectant les entreprises et les banques s'inscrit en baisse. Dans le même temps, la demande de crédit pourrait se ralentir dans la mesure où les entreprises et les ménages puiseront dans les coussins de liquidité de précaution qu'ils ont constitués pendant la pandémie, ce qui pourrait contrebalancer le durcissement des taux débiteurs bancaires.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation des conditions financières et de financement dans la zone euro, les membres du Conseil sont généralement convenus que, malgré la hausse des taux sans risque nominaux, les conditions de financement dans la zone euro sont demeurées accommodantes et ont continué de soutenir la reprise. La hausse récente des rendements nominaux a été considérée comme résultant en partie de l'amélioration des perspectives économiques, qui s'est accompagnée

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

d'une hausse de la compensation de l'inflation, tandis que les taux réels, qui sont considérés comme les plus importants pour les conditions de financement, ont atteint de nouveaux points bas historiques ou sont restés à des niveaux très favorables. Les indicateurs des conditions de financement nominales situés en aval ont également été jugés favorables, les taux débiteurs bancaires restant proches de points bas historiques malgré un rebond récent. L'attention a été attirée sur le rôle des facteurs mondiaux dans la hausse des rendements, ces derniers s'étant stabilisés aux États-Unis depuis la réunion de politique monétaire d'avril du Conseil des gouverneurs. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait qu'une hausse durable des taux de marché pourrait se traduire par un durcissement des conditions de financement au sens large qui sont pertinentes pour l'ensemble de l'économie, renforçant ainsi les vulnérabilités dans les secteurs les plus touchés par la crise. Dans le même temps, il a été noté que les prix des actions et de l'immobilier résidentiel sont devenus encore plus élevés qu'en décembre 2020, dernière date à laquelle le PEPP a connu une forte expansion. Il a été rappelé que préserver des conditions de financement favorables pendant la pandémie reste indispensable pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance, de manière à soutenir l'activité économique et à maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

Les membres du Conseil ont largement souscrit à la proposition de M. Lane de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante de la politique monétaire de la BCE et de laisser inchangée sa configuration, y compris la proposition de poursuivre les achats nets dans le cadre du PEPP au cours du trimestre à venir à un rythme nettement supérieur à celui des premiers mois de l'année. Bien que les perspectives à moyen terme se soient améliorées, les projections de juin indiquent encore que l'inflation est inférieure à la trajectoire projetée avant la pandémie à l'horizon pertinent pour la politique monétaire et ne montrent pas une convergence solide vers un niveau inférieur à, mais proche de 2 %. Dans ce contexte, la politique monétaire a dû faire abstraction des évolutions temporaires à court terme de l'inflation et se concentrer sur les perspectives à moyen terme.

S'il semblait approprié que l'amélioration des perspectives se reflète dans l'orientation de la politique du Conseil des gouverneurs, les conditions de financement ont été jugées trop fragiles pour permettre une réduction significative du rythme des achats sans risque de hausse désordonnée des rendements. Il a été souligné que la reprise se situait à un stade précoce et manquait de robustesse, car elle dépend largement du soutien des politiques publiques. En outre, la trajectoire projetée de l'économie est sujette à des incertitudes et des risques significatifs. Un durcissement injustifié des conditions de financement au stade actuel pourrait compromettre la reprise économique en cours et les perspectives d'inflation. Un ralentissement sensible du rythme des achats pour le trimestre à venir a donc été jugé inapproprié au stade actuel. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que toute modification des achats nets non fondée sur une nette amélioration des perspectives d'inflation à moyen terme pourrait conduire à un durcissement injustifié des conditions financières et de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

financement et jeter le doute sur la détermination du Conseil des gouverneurs à ramener l'inflation à son objectif. Dans ce contexte, la remarque a été faite que, compte tenu du déficit persistant de l'inflation figurant dans les projections de juin, une augmentation des achats d'actifs en tant que principal instrument de politique monétaire pourrait même être justifiée à l'heure actuelle. Il fallait également considérer que le plancher des taux d'intérêt limitait la marge de manœuvre disponible en matière de politique monétaire, ce qui signifiait qu'une certaine prudence s'imposait quant à un resserrement de l'orientation de la politique monétaire. Il était donc nécessaire de suivre un cap régulier afin de maintenir l'orientation accommodante de la politique monétaire nécessaire pour soutenir la reprise économique et contribuer à la convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs à moyen terme.

Compte tenu de l'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation et des risques à la hausse qui en découlent, il a été toutefois également avancé que, pour fournir le même degré d'orientation accommodante, les achats d'actifs devraient être quelque peu réduits. Il a été souligné que, par souci de symétrie et de cohérence dans le processus de décision, l'amélioration des perspectives devrait se refléter dans le rythme des achats. Les conditions de financement dans la zone euro ont été jugées plus favorables en juin qu'en mars ou en décembre, ce qui implique un degré accru d'orientation accommodante si le rythme actuel des achats est maintenu. En outre, l'amélioration des perspectives ferait également augmenter le taux d'intérêt naturel, accentuant ainsi l'orientation accommodante. Il a été fait référence à la communication établie par le Conseil des gouverneurs selon laquelle, si les évolutions économiques sont meilleures que prévu et si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne doit pas être entièrement utilisée. Dans ce contexte, il a été rappelé que le PEPP est un programme d'urgence dont la durée est limitée. Des inquiétudes ont également été exprimées quant aux effets secondaires potentiels du maintien prolongé d'une orientation très accommodante de la politique monétaire, car cela pourrait entraver les évolutions structurelles dans le secteur des entreprises et la réallocation des ressources sur le marché du travail. En outre, la dynamique des prix de l'immobilier s'est accélérée.

Dans l'ensemble, la plupart des membres du Conseil ont déclaré qu'ils étaient prêts à s'associer à un large consensus autour de la proposition de M. Lane. Dès lors, le Conseil des gouverneurs a confirmé qu'il prévoyait que les achats nets d'actifs au titre du PEPP se poursuivront à un rythme nettement plus élevé au cours du trimestre à venir que pendant les premiers mois de l'année. L'engagement du Conseil des gouverneurs à préserver des conditions de financement favorables durant la période de pandémie et à éviter un resserrement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation a été réaffirmé. De plus, il a été jugé essentiel que le Conseil des gouverneurs réaffirme son engagement à atteindre son objectif d'inflation déclaré.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Il a été souligné que la « fonction de réaction » du Conseil des gouverneurs s'agissant des achats dans le cadre du PEPP continuerait de reposer sur une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation à moyen terme. Il a été réaffirmé que la flexibilité dans la conduite des achats était un élément essentiel de la stratégie d'achats du PEPP. Les paramètres généraux des achats dans le cadre du PEPP continueront d'être définis par le Conseil des gouverneurs sur la base d'une évaluation trimestrielle conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation. Ils seront mis en œuvre par le Directoire de façon souple, en fonction des conditions de marché, y compris la saisonnalité, dans le but d'éviter un durcissement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation.

Décisions de politique monétaire et communication

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer l'orientation très accommodante de sa politique monétaire.

Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt demeureront inchangés, à respectivement 0,00 %, 0,25 % et – 0,50 %. Le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

Le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP, dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats nets au titre du PEPP se poursuivront au cours du trimestre à venir à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un durcissement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats, dans le temps, entre les catégories d'actifs et entre les juridictions, continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. De la même façon, l'enveloppe pourra être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

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

Les achats nets effectués dans le cadre de l'APP se poursuivront à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros. Le Conseil des gouverneurs continue de prévoir d'avoir recours aux achats mensuels nets d'actifs au titre de l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux directeurs, et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.

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

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera de fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. Les financements obtenus par le biais des TLTRO III jouent un rôle essentiel en faveur de l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

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

Déclaration introductive

[Déclaration introductive lors de la conférence de presse du 10 juin 2021](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 9-10 juin 2021

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno *

M. Elderson

M. Hernández de Cos

M. Herodotou

M. Holzmann *

M. Kazāks

M. Kažimír

M. Knot

M. Lane

M. Makhlouf

M. Müller

M. Panetta

M. Rehn

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Scicluna *

M. Stournaras

Mr Šimkus

M. Vasle

M. Villeroy de Galhau

M. Visco *

M. Weidmann

M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en juin 2021 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission **

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques

M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

M. Aucremanne

M. Bradeško

M. Demarco

Mme Donnery

M. Gaiotti

Mme Goulard

M. Haber

M. Kaasik

M. Kuodis

M. Kyriacou

M. Lünnemann

Mme Mauderer

M. Novo

M. Ódor

M. Rutkaste

M. Sleijpen

M. Tavlás

M. Välimäki

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Autres membres du personnel de la BCE

M. Proissl, directeur général Communication

M. Straub, conseiller auprès de la présidente

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 26 août 2021.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.