



Réunion des 8 et 9 septembre 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 8 et le jeudi 9 septembre 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 juillet 2021.

La baisse prononcée du rendement des bons du Trésor américain à dix ans et du rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro, observée juste avant la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, s'est révélée persistante en dépit de la reprise en cours après la crise liée à la pandémie. Plus récemment, les rendements se sont orientés légèrement à la hausse mais, dans l'ensemble, ils n'ont pas retrouvé les niveaux observés au cours de la dernière reprise en date de 2017-2018, ni même ceux enregistrés plus tôt en 2021. Le très bas niveau des taux d'intérêt a également persisté dans l'ensemble de l'union monétaire. Les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport au *Bund* allemand se sont maintenus à des niveaux inférieurs ou proches des points bas observés après 2008.

La décomposition des taux nominaux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans entre les composantes d'inflation et de taux réel montre que les mesures extraites des instruments de marché de la compensation de l'inflation ont continué d'augmenter au cours de l'été. Cela a exercé une pression à la hausse sur les taux nominaux, comme on peut s'y attendre à ce stade du cycle économique. Sur la base des seules évolutions des anticipations d'inflation, les rendements nominaux des OIS à dix ans

seraient supérieurs de 65 points de base au niveau observé au moment de la réunion de politique monétaire des 9 et 10 décembre 2020, lors de laquelle le Conseil des gouverneurs s'était engagé à préserver des conditions de financement favorables. Cependant, une forte diminution parallèle des taux d'intérêt réels a contrebalancé une grande partie de la hausse des rendements nominaux. Le taux sans risque réel à dix ans dans la zone euro a atteint un nouveau point bas historique au cours de l'été. Inférieur à - 1,8 %, son niveau est actuellement exceptionnellement éloigné du niveau moyen observé depuis le début de la crise financière mondiale.

Les facteurs susceptibles d'expliquer le bas niveau actuel des rendements réels continuent de faire l'objet d'une intense spéculation de la part des marchés. Deux facteurs sont mentionnés le plus fréquemment par les analystes. Le premier est lié à la propagation du variant delta du virus, qui a commencé à affecter la mobilité dans certaines régions. Cependant, dans la mesure où la baisse des rendements réels est le reflet de préoccupations concernant la croissance, on observe un découplage entre marchés obligataires, d'une part, et marchés d'actions, d'autre part. En dépit de l'augmentation du nombre d'infections, les marchés actions ont continué de se redresser au cours de l'été, avec la poursuite de la hausse des anticipations de bénéfices. L'indice EuroStoxx a augmenté de 5,5 % depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans l'ensemble de la zone euro, les indices ont enregistré de larges gains. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises de la zone euro ont eux aussi bien résisté tout au long des derniers mois, et sont demeurés proches des points bas observés au cours de la dernière décennie, en dépit d'un levier plus élevé. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont également été soutenus récemment par des décisions de notation favorables. Au troisième trimestre 2021, les relèvements de notations de crédit l'ont largement emporté sur les dégradations.

Le second facteur susceptible d'expliquer la faiblesse actuelle des rendements réels est lié à la possibilité que le marché ait récemment réévalué la manière dont les banques centrales allaient ajuster leurs taux directeurs. Des éléments indiquent que la relation entre inflation attendue et taux d'intérêt futurs attendus pourrait avoir changé depuis le début de la pandémie de coronavirus (COVID-19), en particulier dans la zone euro. Cela suggère que le marché a peut-être commencé à internaliser une fonction de réaction plus patiente de la BCE s'agissant des conditions que le Conseil des gouverneurs juge nécessaires pour commencer à relever ses taux directeurs. Des éléments montrent également qu'après l'annonce de la nouvelle *forward guidance* de la BCE, la partie supérieure de la distribution des risques entourant l'évolution de l'Euribor trois mois a été tronquée, ce qui signifie que les investisseurs ont effectivement écarté les éventualités qui les amenaient à anticiper un relèvement très prononcé des taux directeurs.

La compression de la distribution des risques en réponse à la nouvelle stratégie de la BCE et à la *forward guidance* révisée a également entraîné, dans un premier temps, un nouvel aplatissement de la courbe des taux à terme. Celle-ci s'est visiblement déplacée vers la droite après l'annonce de la

stratégie, mais cette trajectoire s'est inversée plus récemment. La dernière enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) suggère que la nouvelle *forward guidance* de la BCE a probablement contribué à ce déplacement initial vers la droite.

Les données tirées de modèles corroborent l'opinion selon laquelle la politique monétaire a exercé une pression à la baisse sur les rendements au cours des derniers mois. En particulier, les résultats des modèles suggèrent que, depuis l'annonce de la nouvelle stratégie de la BCE, et également après l'annonce de la nouvelle *forward guidance* de la BCE, la politique monétaire a exercé une constante pression à la baisse sur les taux sans risque à long terme. Cette contribution s'est toutefois atténuée au cours des dernières semaines.

La bonne tenue à l'échelle mondiale des rendements obligataires souverains, qui n'ont pas évolué à la hausse, s'est inscrite dans un contexte d'intégration par les investisseurs de risques d'une inflation plus élevée dans le futur. Les prix des options suggèrent, qu'aux États-Unis, le marché attribue actuellement une probabilité de 80 % environ à une inflation supérieure en moyenne à la cible de 2 % du Système fédéral de réserve au cours des cinq prochaines années. Dans la zone euro, les probabilités implicites tirées des marchés sont nettement moins élevées, mais elles ont également augmenté de façon notable pour s'établir au-dessus de 30 %. Sur les marchés obligataires de la zone euro, l'analyse fondée sur des modèles suggère également que la prime de risque d'inflation a fortement augmenté depuis le début de l'année, à partir de très bas niveaux cependant, ce qui signifie que la prime actuellement exigée par les investisseurs en compensation de ce risque demeure faible au regard des données historiques.

Enfin, les perspectives de taux plus élevés aux États-Unis ont entraîné d'importants arbitrages sur les marchés des changes, les investisseurs accroissant leurs positions longues nettes sur le dollar depuis juin 2021 environ, à des niveaux analogues à ceux observés au paroxysme de la pandémie de COVID-19 en 2020. En août, l'euro a temporairement atteint son niveau le plus bas en presque un an par rapport au dollar, en raison du creusement des différentiels de taux d'intérêt à court terme attendus entre les États-Unis et la zone euro. L'euro s'est modérément apprécié depuis.

Dans l'ensemble, les conditions financières se sont assouplies depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juillet et également depuis la dernière évaluation complète conjointe des perspectives d'inflation et des conditions de financement menée en juin, comme l'indiquent de nombreux indices relatifs aux conditions financières.

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, la persistance de goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la propagation du variant delta demeurent préoccupantes. En ce qui concerne l'activité mondiale, les indices mondiaux des directeurs d'achat (PMI) diminuent après une période de fortes hausses, signe de normalisation dans une certaine mesure, mais ils demeurent toutefois globalement supérieurs au seuil de 50 indiquant une poursuite de la croissance. Lorsqu'on examine les évolutions des indices des directeurs d'achat pour l'activité par région, un écart se creuse entre les évolutions dans les économies avancées et celles dans les économies émergentes. Concernant les évolutions du commerce mondial, les importations mondiales de marchandises ont été globalement stables en juin après une baisse au cours des deux mois précédents. Les goulets d'étranglement, qui se traduisent également par un allongement des délais de livraison des fournisseurs, pourraient être liés à des pertes d'exportations.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juillet, le taux de change de l'euro s'est déprécié de 0,4 % en termes effectifs nominaux, mais il s'est apprécié de 0,6 % par rapport au dollar US. Les prix du pétrole demeurent globalement inchangés (+ 0,7 %) dans un contexte de forte incertitude persistante concernant les perspectives d'évolution de l'offre et de la demande mondiales de pétrole.

S'agissant de la zone euro, le rebond de la demande se poursuit, tandis que les goulets d'étranglement en matière d'approvisionnement limitent la production de biens. La croissance du PIB est ressortie à 2,2 % au deuxième trimestre 2021, soit un rythme beaucoup plus soutenu que celui de 1,4 % prévu dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, signe que la reprise de l'économie européenne est déjà bien mieux engagée qu'anticipé précédemment. Ce rebond est tiré par une hausse de la demande intérieure, elle-même liée à la réouverture rapide des services entraînant de nombreux contacts. En outre, les mesures d'endiguement ont eu un impact moins négatif qu'anticipé sur la croissance économique, ce qui indique des effets d'apprentissage plus importants.

Les projections de septembre 2021 établies par les services de la BCE prévoient que ce rapide rebond économique se poursuivra au second semestre de 2021, tiré par la réouverture de l'économie, le maintien du solide soutien apporté par les autorités publiques et la reprise mondiale. La croissance devrait rester très soutenue en 2022 avant de se ralentir en 2023. Par rapport aux projections de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume a été révisée à

la hausse pour 2021 et demeure globalement inchangée pour 2022 et 2023. D'après les projections, la date à laquelle le PIB en volume devrait retrouver ses niveaux d'avant la crise a été avancée d'un trimestre, à fin 2021.

La dernière enquête trimestrielle de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise confirme que les évolutions de l'activité dans le secteur industriel ont été lourdement affectées par les pénuries de matériaux, d'équipements et le manque d'espace, facteurs qui ont joué un rôle moins important dans le cas des services. Le problème n'est plus celui d'une insuffisance de la demande aussi bien dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Si les pénuries de main-d'œuvre n'ont pas joué un rôle important au début de la pandémie, elles ont en revanche commencé à apparaître dans le secteur manufacturier et la main-d'œuvre se fait également plus rare dans les services.

La confiance des consommateurs s'est améliorée, mais sans certitude quant à la façon dont cette évolution pourrait se traduire dans les dépenses de consommation, les ménages n'ayant pas fait état d'une amélioration de même ampleur de leur situation économique personnelle. Les évolutions des dépôts bancaires des ménages, qui constituent un indicateur actualisé et à haute fréquence de l'épargne, ont montré que les ménages continuent de moins épargner qu'au plus fort de la pandémie.

S'agissant de l'investissement, la forte demande a été soutenue par une reprise rapide des dépenses de logement des ménages et d'investissement des entreprises, ce qui a également entraîné une augmentation de la demande de financement externe pour l'investissement.

En ce qui concerne les échanges commerciaux, la croissance des exportations de biens hors zone euro s'est atténuée au deuxième trimestre 2021, en partie en raison des goulets d'étranglement du côté de l'offre qui ont freiné la dynamique des échanges. Dans le même temps, les indicateurs relatifs aux exportations de services ont fait état d'une nouvelle amélioration résultant d'une solide reprise du tourisme, composante importante des échanges commerciaux transfrontières pour de nombreux pays. Globalement, le tourisme n'est pas encore revenu à ses niveaux d'avant la pandémie. Les vols intra-UE ont nettement augmenté, mais les vols hors UE sont encore beaucoup moins nombreux qu'avant la pandémie, en partie en raison du maintien des restrictions affectant les voyages hors UE.

S'agissant du marché du travail, le rebond se poursuit et des pénuries de main-d'œuvre sont apparues. Le taux de chômage a diminué en juillet, ressortant à 7,6 %, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'en juin et 0,2 point de pourcentage de plus qu'en février 2020 avant le début de la pandémie. L'importance des dispositifs de maintien de l'emploi a encore diminué ces derniers mois, mais ils continuent d'apporter un soutien important au marché du travail, puisqu'ils concernaient environ 3 % de la population active en juillet.

Les enquêtes relatives à l'emploi font état d'une reprise robuste sur le marché du travail. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour l'emploi est resté nettement supérieur au seuil de 50. Dans l'enquête de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise pour le troisième trimestre 2021, de nombreuses entreprises ont indiqué qu'elles éprouvent de plus en plus de difficultés à satisfaire leur demande de main-d'œuvre.

S'agissant des évolutions nominales, l'inflation totale est ressortie en hausse, à 3,0 % en août, après 2,2 % en juillet. Cette augmentation reflète une hausse de toutes les composantes de l'inflation, en particulier les biens industriels non énergétiques, tandis que la hausse des prix des services est restée plus modérée. La forte inflation des biens industriels non énergétiques reflète en partie les tensions qui s'exercent en amont. Toutefois, les taux d'inflation inhabituellement élevés ont été considérés comme largement temporaires.

Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation totale devrait continuer à augmenter jusqu'à la fin de l'année, puis diminuer au premier semestre 2022, avant de se raffermir progressivement à partir de mi-2022. Par rapport aux projections de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème, les projections de septembre pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ont été révisées à la hausse, principalement en raison de l'augmentation des prix de l'énergie sur la première moitié de l'horizon. L'IPCH hors énergie et produits alimentaires a également été revu à la hausse en raison de tensions tout au long de la chaîne des prix, dans un contexte d'inadéquations entre offre et demande, de diminution des capacités excédentaires et de faiblesse de l'euro.

La comparaison des projections de septembre établies par les services de la BCE avec les prévisions d'autres institutions internationales et du secteur privé montre que les projections des services de la BCE relatives à la croissance et à l'inflation étaient supérieures aux autres prévisions pour le début de l'horizon, mais globalement conformes à celles-ci pour 2023.

Des effets temporaires et spécifiques ont continué d'avoir une incidence importante sur la dynamique de l'inflation de ces derniers mois, compliquant l'évaluation des chiffres de l'inflation. Ces effets recouvrent des modifications de la date des soldes saisonniers, des effets de base et également, les effets de la modification des pondérations de l'IPCH de début 2021, qui ont varié dans le temps.

Les mesures de l'inflation sous-jacente, comprenant une large gamme d'indicateurs, se sont dans l'ensemble orientées graduellement à la hausse, ce qui a suscité la confiance dans une inversion du choc négatif exercé l'année dernière par la pandémie et l'espoir d'une poursuite des pressions à la hausse. Mais l'inflation sous-jacente est restée à des niveaux modérés et très éloignés de la cible de 2 %. La hausse des prix des services s'est accentuée, principalement sous l'effet de la réouverture des secteurs nécessitant de nombreux contacts (selon les données disponibles jusqu'en juillet).

S'agissant des évolutions salariales, la rémunération par tête a augmenté au deuxième trimestre 2021, de 8 % en glissement annuel, en grande partie en raison des effets de base dus aux évolutions extrêmes observées au deuxième trimestre de l'année dernière, reflétant une normalisation des régimes de travail plutôt qu'une hausse des salaires négociés. Globalement, les pressions salariales sont demeurées faibles et assez hétérogènes d'un pays à l'autre.

La croissance du déflateur du PIB de la zone euro s'est modérée au deuxième trimestre, ressortant à 0,55 %, après avoir atteint 1,57 % au premier trimestre 2021. Globalement, la réduction du taux de croissance du déflateur du PIB reflète les évolutions des termes de l'échange et, plus précisément, une forte hausse des prix à l'importation. Les données de l'enquête auprès des directeurs d'achat relatives aux évolutions des prix des consommations intermédiaires et des prix à la production ont montré que les marges bénéficiaires continuent d'être sous pression, essentiellement en raison de la hausse des coûts des consommations intermédiaires.

Les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché dans la zone euro ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, mais sont restées inférieures à 2 %.

S'agissant des évolutions financières et monétaires, les taux d'intérêt de marché sont légèrement plus élevés qu'au moment de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet. Les marchés des actifs risqués ont globalement bien résisté, les cours des actions atteignant des niveaux record. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont assouplies et les conditions générales de financement des entreprises, des ménages et du secteur public demeurent favorables.

S'agissant des évolutions monétaires, les coûts d'emprunt des entreprises sont restés accommodants, tandis que la situation de leurs bilans demeure fragile et hétérogène. Les taux débiteurs bancaires de la zone euro se sont établis en moyenne à des niveaux proches de leurs valeurs de début 2020, tandis qu'ils ont davantage diminué dans les pays les plus touchés par la pandémie. La croissance annuelle des prêts aux entreprises est restée modérée en juillet, à un rythme sensiblement identique à celui de juin, reflétant des facteurs favorables tels qu'une amélioration des bénéfices.

La rentabilité des banques s'est partiellement redressée par rapport à l'année dernière, en partie grâce à une réduction des provisions pour risques sous l'effet de perspectives macroéconomiques meilleures que prévu. Parallèlement, les coûts de financement des banques ont diminué, reflétant la faiblesse des rendements des obligations bancaires, la participation importante à la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et la persistance de pressions à la baisse résultant de l'abondance des dépôts.

S'agissant des flux de dépôts par secteurs et de la monnaie au sens large (M3), ces derniers mois, les entrées mensuelles des ménages et des entreprises au titre des dépôts ont renoué avec leurs moyennes de long terme pour la première fois depuis le déclenchement de la crise de la COVID-19, ce qui a entraîné une nouvelle modération de la dynamique monétaire globale. Cela pourrait être considéré comme un signe supplémentaire de normalisation.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, il est important de rappeler que, dans les projections de septembre des services de la BCE, les mesures de relance budgétaire pour 2021 devaient représenter environ le double de celles figurant dans les projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Après la réponse budgétaire sans précédent à la crise de la COVID-19, les projections de référence de septembre ont continué de faire état d'une nette amélioration des perspectives budgétaires sur l'horizon de projection, en particulier sur 2022-2023 – inversant l'impulsion budgétaire.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que la phase de rebond de la reprise économique de la zone euro se confirme de plus en plus. Au deuxième trimestre, la production a augmenté davantage que prévu et elle devrait dépasser son niveau d'avant la pandémie d'ici à la fin de l'année. Avec plus de 70 % des adultes européens complètement vaccinés, l'économie a été largement rouverte et le secteur des services se redresse (mais de façon encore inégale). L'industrie manufacturière a continué d'enregistrer des résultats solides, même si les pénuries de matières premières et les goulets d'étranglement au niveau des fournisseurs freinent la production. Le redressement de l'activité a favorisé une amélioration rapide du marché du travail. On pourrait s'attendre à une nouvelle normalisation de l'activité économique au cours des prochains mois, mais la propagation mondiale du variant delta du virus et les préoccupations relatives à l'efficacité à plus long terme des vaccinations pourraient encore retarder le rétablissement complet de l'activité économique mondiale et la réouverture totale de l'économie de la zone euro. Conformément à cette évaluation, les projections de septembre 2021 établies par les services de la BCE prévoient une croissance de 5,0 % en 2021 (soit un niveau plus élevé que prévu précédemment) et une croissance globalement inchangée de 4,6 % en 2022 et de 2,1 % en 2023.

La hausse de l'IPCH s'est accentuée, à 3 % en août, après 2,2 % en juillet. Cette augmentation reflète des prix plus élevés pour toutes les composantes, mais elle a été particulièrement forte dans la catégorie des biens industriels non énergétiques. Cette hausse notable de l'inflation a été jugée largement temporaire. L'augmentation des prix de l'énergie a reflété une hausse mensuelle plus forte que de coutume des prix de l'énergie en août et la forte hausse des prix du pétrole depuis le milieu de l'année dernière. La fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne devrait affecter les taux

d'inflation en glissement annuel jusqu'à la fin de l'année. L'accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est due en partie à un effet de base, résultant de la décision de certains pays, l'année dernière, de reporter au mois d'août leurs soldes saisonniers du mois de juillet.

Les tensions à la hausse sur les coûts liées à des pénuries temporaires de matériaux et d'équipements devraient s'atténuer. Par conséquent, même si l'inflation totale devrait probablement continuer d'augmenter cette année, ces facteurs devraient décroître ou sortir du calcul de l'inflation en rythme annuel d'ici début 2022. Les projections de septembre tablaient sur une hausse moyenne de l'IPCH de 2,2 % en 2021, qui reviendrait ensuite à 1,7 % en 2022 et à 1,5 % en 2023. Par rapport aux projections de juin 2021, l'inflation totale a été révisée à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection. L'inflation hors prix des produits alimentaires et de l'énergie devrait se situer en moyenne à 1,3 % en 2021, 1,4 % en 2022 et 1,5 % en 2023, après avoir été également révisée en hausse par rapport aux projections de juin 2021. Même si l'impact négatif de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation ne s'est pas encore totalement inversé et que l'inflation reste encore, selon les prévisions, très inférieure à la cible de 2 % sur l'horizon de projection, le déplacement vers le haut des projections d'inflation révisées reflète l'amélioration des perspectives de croissance et une baisse plus rapide du degré de sous-utilisation des capacités dans l'économie.

Les risques pesant sur les perspectives économiques demeurent globalement équilibrés. Un recul plus important que prévu du taux d'épargne et une amélioration plus rapide de la situation liée à la pandémie pourraient se traduire par une expansion plus forte qu'envisagé à ce stade. L'inflation pourrait être légèrement plus élevée que prévu si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se prolongent et alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu. Dans le même temps, les perspectives économiques pourraient se détériorer si la pandémie venait à s'aggraver, ce qui serait de nature à retarder la poursuite de la réouverture de l'économie, ou si les pénuries au niveau de l'offre s'installaient plus durablement qu'attendu.

Selon un large éventail d'indicateurs, les conditions de financement sont restées favorables depuis la précédente évaluation trimestrielle du Conseil des gouverneurs en juin. Si une baisse a été constatée durant l'été, la récente réévaluation des titres de créance indique que les taux d'intérêt de marché à long terme se situent désormais à des niveaux comparables à ceux enregistrés au moment de la précédente évaluation trimestrielle de juin.

Préserver des conditions de financement favorables demeure nécessaire pour soutenir l'économie sur la voie de la reprise. Un rythme soutenu des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), allant de pair avec les autres instruments et la *forward guidance* recalibrée, constitue une condition essentielle pour préserver une orientation de politique monétaire pouvant contrebalancer l'impact négatif de la pandémie sur l'inflation et ainsi contribuer à réancrer fermement l'inflation autour de la nouvelle cible à moyen terme. Dans le même temps, conformément au cadre du PEPP adopté en décembre et à

l'engagement pris par le Conseil des gouverneurs de poursuivre une orientation de politique monétaire toujours proportionnée à son objectif, les conditions de financement durablement favorables dans un contexte de légère amélioration des perspectives à moyen terme pour l'inflation et la hausse des anticipations d'inflation ont permis de réduire modérément le rythme des achats dans le cadre du PEPP sur les tout derniers mois de l'année. Si un rythme des achats dans le cadre du PEPP nettement plus faible que celui qui a été observé ces derniers mois pourrait faire peser le risque d'une hausse injustifiée des taux de marché (et d'une appréciation associée de la monnaie) qui irait à l'encontre de la lutte contre l'impact baissier de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation, une diminution modérée du rythme des achats nets correspond bien à la mesure proportionnée qui, au stade actuel, pourrait assurer le niveau de soutien monétaire demeurant encore nécessaire.

Sur la base de ce qui précède, M. Lane a proposé que, pour le quatrième trimestre, les achats nets dans le cadre du PEPP soient calibrés à un rythme légèrement plus faible que lors des deux trimestres précédents. Le rythme mensuel d'achat continuerait d'être modulé en fonction des conditions de marché, afin de réagir aux chocs à court terme exerçant des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt de référence ou, de même, afin de laisser la possibilité de réduire le rythme des achats si des conditions favorables pouvaient être préservées en adoptant un rythme encore plus faible.

En outre, M. Lane a souligné que le Conseil des gouverneurs devait également confirmer l'ensemble des autres mesures de politique monétaire : le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ses indications concernant leur probable évolution future (*forward guidance*), ses achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ses politiques de réinvestissement et ses opérations de refinancement à plus long terme.

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 et des risques pesant sur les perspectives présentée par M. Lane dans son introduction. La phase de rebond de la reprise économique de la zone euro se confirme de plus en plus. La production devrait dépasser son niveau d'avant la pandémie d'ici la fin de l'année. Avec plus de 70 % des adultes européens complètement vaccinés, la réouverture de l'économie a été large, permettant aux consommateurs de dépenser

davantage et aux entreprises d'augmenter leur production. Si le renforcement de l'immunité vis-à-vis du coronavirus s'est traduit par une atténuation de l'impact de la pandémie, la diffusion mondiale du variant delta pourrait toutefois retarder la réouverture complète de l'économie. L'accélération actuelle de l'inflation devrait être essentiellement temporaire, alors que les tensions sous-jacentes sur les prix ne s'accroissent que lentement. Les perspectives d'inflation ressortant des nouvelles projections macroéconomiques des services de la BCE ont fait l'objet d'une légère révision à la hausse mais, à moyen terme, l'inflation devrait rester nettement au-dessous de la cible de 2 % de la BCE.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, selon laquelle la reprise de l'activité économique et des échanges commerciaux au niveau mondial reste solide mais se modère, en raison de la poursuite de la propagation du variant delta et de goulets d'étranglement au niveau de l'offre. L'attention a été attirée sur les risques que font peser sur les perspectives les taux de vaccination plus faibles dans les économies de marché émergentes que dans les économies avancées et l'aggravation de la pandémie ces derniers mois dans les économies de marché émergentes, ce qui pourrait entraîner des perturbations plus persistantes ou plus généralisées des chaînes d'approvisionnement.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, le PIB en volume a rebondi pour s'inscrire à 2,2 % au deuxième trimestre de l'année, soit un niveau plus élevé que prévu, et il devrait enregistrer une forte croissance au troisième trimestre. La reprise s'est appuyée sur le succès des campagnes de vaccination en Europe, qui a permis une large réouverture de l'économie. Les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'amélioration des perspectives de croissance de la zone euro ressortant des nouvelles projections et ont manifesté une confiance accrue dans le scénario de référence, tout en reconnaissant que l'incertitude demeure élevée. Avec la levée des restrictions, le secteur des services bénéficie du retour des consommateurs dans les magasins et les restaurants et du rebond des voyages et du tourisme. Le secteur manufacturier enregistre de très bons résultats, même si la production reste freinée par les pénuries de matériaux et d'équipements.

Dans l'ensemble, les évolutions récentes indiquent que l'activité économique devrait renouer avec son niveau d'avant la crise au quatrième trimestre de l'année, soit un trimestre plus tôt que prévu dans les projections de juin 2021 établies par les services de l'Eurosystème. L'écart de production devrait également se combler plus vite qu'anticipé précédemment. Cela étant, il faudra encore du temps avant que les dommages causés à l'économie par la pandémie soient surmontés. Il y a toujours plus de deux millions de personnes sans emploi de plus qu'avant la pandémie, surtout parmi les plus jeunes et les moins qualifiés, et le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi reste également considérable.

Les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés. Du côté des risques à la hausse, l'activité économique pourrait être plus

dynamique qu'attendu si un renforcement de la confiance des consommateurs entraînait une baisse de l'épargne par rapport aux anticipations actuelles. Il a été noté que les dépenses de consommation augmentaient et que l'épargne semblait revenir à la normale plus vite que prévu, en dépit de la prudence persistante des consommateurs au vu des évolutions de la pandémie. Les ménages ont bénéficié non seulement de l'épargne accumulée, mais peut-être également d'effets de richesse positifs, compte tenu de la forte hausse des prix des actifs financiers et de l'immobilier. La situation sur le marché du travail s'améliore également rapidement, ce qui devrait se traduire par une hausse des revenus et des dépenses de consommation. Le chômage est en baisse et le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi a fortement diminué par rapport au pic enregistré en 2020. Le redressement de la demande intérieure et de la demande mondiale renforce encore l'optimisme des entreprises, ce qui soutient l'investissement productif. Une amélioration plus rapide de la situation liée à la pandémie serait elle aussi de nature à entraîner une expansion économique plus marquée qu'envisagé à ce stade.

S'agissant d'éventuels risques à la baisse, il a été souligné que les perspectives économiques pourraient se détériorer si la pandémie venait à s'aggraver, ce qui serait de nature à retarder la poursuite de la réouverture de l'économie, ou si les pénuries au niveau de l'offre s'installaient plus durablement qu'attendu et ralentissaient la production. La possibilité que les pénuries et les goulets d'étranglement observés jusqu'à présent durent non seulement plus longtemps, mais affectent également un plus grand nombre d'économies et de secteurs ne peut être exclue. Toutefois, il a été indiqué qu'il fallait naturellement s'attendre à une certaine modération de la croissance, conformément à l'expérience d'autres économies en phase de réouverture.

Si, à ce stade, la diffusion du variant Delta n'a pas nécessité de nouvelles mesures de confinement, elle pourrait néanmoins ralentir la reprise des échanges commerciaux et la réouverture totale de l'économie. Même si l'économie a montré plus de résilience face aux nouvelles vagues du virus au cours des derniers trimestres, la reprise continue de dépendre de l'évolution de la pandémie et des progrès des campagnes de vaccination. Le calendrier présumé pour l'assouplissement des mesures d'endiguement a été repoussé dans presque tous les exercices de projection.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres du Conseil ont souligné que pour soutenir la reprise, des politiques budgétaires ambitieuses, ciblées et coordonnées doivent continuer de compléter la politique monétaire. Le plan *Next Generation EU*, en particulier, contribuera à assurer une reprise plus forte et uniforme dans les pays de la zone euro. Il permettra par ailleurs une accélération des transitions écologique et numérique, favorisera les réformes structurelles et se traduira par un renforcement de la croissance à long terme. Alors que la politique budgétaire devrait être expansionniste en 2021 et en 2022, les membres du Conseil ont estimé que les perspectives pour 2023 sont plus incertaines.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation s'est accélérée pour atteindre 3,0 % en août. Elle devrait encore augmenter à l'automne puis baisser en 2022. Ce regain temporaire de l'inflation reflète essentiellement la forte hausse des prix du pétrole depuis mi-2020, la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, le report des soldes d'été en 2020 et les tensions sur les coûts résultant des pénuries provisoires de matériaux et d'équipements. En 2022, ces facteurs devraient s'estomper ou n'entreront plus dans le calcul de l'inflation en rythme annuel. Les tensions inflationnistes sous-jacentes se sont renforcées. Avec la poursuite de la reprise économique, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à moyen terme. Cette évolution devrait n'être que graduelle, car il faudra encore du temps avant que l'économie ne retrouve son plein potentiel. Par conséquent, les salaires ne devraient progresser que modérément. Toutefois, si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se prolongent et alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, les tensions sur les prix pourraient être plus persistantes.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le profil en forme de cloche (*hump-shaped*) de l'inflation établi dans les projections de septembre des services de la BCE et ont globalement convenu que la hausse de l'inflation à court terme est un phénomène largement temporaire. Dans le même temps, ils ont considéré que le degré de persistance du choc d'inflation (en particulier les perspectives d'inflation pour 2023) était plus incertain, l'inflation risquant d'être plus élevée que prévu en 2023. Dans ce contexte, il a également été estimé que la projection de référence pour l'inflation en 2023 était trop basse.

L'attention a été attirée sur le fait que l'inflation totale et l'inflation sous-jacente ont constitué des surprises à la hausse relativement aux projections récentes, l'inflation ayant été sous-estimée pendant un certain temps. Cela a suscité des doutes sur la capacité des modèles utilisés dans les projections à rendre compte de la situation économique actuelle, des changements structurels qu'implique la pandémie et de l'impact de la nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE. Il convient d'accorder une plus grande attention aux éléments granulaires et directs, tels que les données collectées auprès des entreprises, des syndicats et des ménages. Cela a été jugé essentiel autour des points de retournement et dans les périodes de « changements de régime » potentiels.

S'agissant des projections de septembre, il a été avancé que l'inflation pourrait être plus élevée si une trajectoire différente se matérialisait pour les prix du pétrole, si les goulets d'étranglement persistaient ou si la courbe de Phillips se pentifiait. De plus, prendre en compte les loyers fictifs des propriétaires-occupants se traduirait par un déplacement vers le haut de la trajectoire attendue de l'inflation. Il a également été noté que, même si le choc d'inflation actuel se révélait largement temporaire, il suffirait qu'un pourcentage relativement faible du choc actuel devienne permanent pour que l'inflation soit proche de 2 % à la fin de l'horizon de projection.

L'importance de la prise en compte des politiques relatives au changement climatique et de l'évolution future des prix du carbone a été soulignée. Leur impact est susceptible d'entraîner des tensions à la hausse durables sur les prix et ce, pendant de nombreuses années. Les prix du carbone devront inévitablement s'inscrire en forte hausse pour garantir que les objectifs de l'Accord de Paris soient atteints, les effets directs des politiques climatiques sur les prix de l'énergie étant susceptibles d'affecter l'évolution des prix au cours des dernières années de l'horizon de projection.

Dans le même temps, peu d'éléments attestent jusqu'à présent d'effets de second tour sur les négociations salariales. L'évolution des salaires et les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui sont des composantes nécessaires de l'inflation sous-jacente durable, sont demeurés assez modestes et les négociations salariales n'ont jusqu'à présent pris en compte que des mouvements futurs des prix assez modérés. Toutefois, il a également été avancé que « cette fois, ce pourrait être différent » dans le sens où la durée et l'ampleur du choc sur l'inflation, conjugués à des goulets d'étranglement du côté de l'offre et à un excédent d'épargne, pourraient entraîner des effets de second tour plus prononcés que par le passé. Par conséquent, il est important de suivre de près les négociations salariales en cours. Néanmoins, il a été noté que les courbes de Phillips les plus performantes établies par les services de la BCE signalent une inflation à la fin de l'horizon de projection plus faible que prévu dans les projections de la BCE.

Concernant les évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté que les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'inscrire en hausse, mais demeurent assez éloignées de la cible d'inflation de la BCE. Les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché ont atteint leur niveau le plus haut depuis de nombreuses années, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans dépassant désormais 1,7 %, soit 50 points de base de plus qu'avant la pandémie. Si le très bas niveau des anticipations des marchés en matière de déflation constitue une bonne nouvelle, les marchés d'options sur l'inflation ont continué de signaler que les investisseurs n'identifient pas de risque d'un maintien à moyen terme de la récente hausse des taux d'inflation. Il a toutefois été rappelé que les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises, qui diffèrent de celles des intervenants sur les marchés financiers, doivent également être prises en compte.

Dès lors, les membres du Conseil ont globalement convenu que, malgré une nouvelle amélioration, les perspectives d'inflation demeurent un peu éloignées de la cible de la BCE. Dans le même temps, les risques pesant sur les perspectives d'inflation, telles qu'intégrées dans les projections de septembre 2021 établies par les services de la BCE, ont largement été considérés comme orientés à la hausse. Toutefois, l'attention a également été attirée sur le fait que la sous-estimation récente de l'inflation doit être interprétée dans le contexte de la précédente période prolongée de surestimation et de l'insuffisance persistante des anticipations d'inflation à long terme par rapport à la cible.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages se sont établis à des niveaux historiquement bas, tandis que les prêts consentis aux ménages ont bien résisté, en particulier les prêts au logement. Une remarque a été émise sur la mesure dans laquelle la forte hausse de l'investissement immobilier résidentiel, des prix de l'immobilier et des volumes des prêts hypothécaires a pu être alimentée par la politique monétaire de la BCE dans le sillage de la pandémie et au vu de l'importante épargne forcée, dont une grande partie a sans doute été investie dans l'immobilier. Dans le même temps, il a été rappelé qu'une baisse des taux d'intérêt d'équilibre entraîne une hausse de la valeur du patrimoine immobilier, tandis que l'endettement ne s'accroîtra pas nécessairement avec les achats immobiliers si les ménages puisent dans l'épargne qu'ils ont accumulée pendant la pandémie.

La croissance des prêts aux entreprises s'est ralentie, principalement parce que celles-ci restent bien financées après avoir emprunté massivement lors de la première vague de la pandémie. Il a été noté que les mesures de soutien des pouvoirs publics ont transféré les risques au secteur public et soutenu les entreprises pendant la crise, évitant ainsi une hausse des prêts non performants et des faillites, ce qui devrait atténuer le risque d'amplification financière. À mesure que l'économie s'ouvre, les entreprises bénéficient de la reprise. D'importantes liquidités et une moindre distribution de bénéfices ont réduit le besoin de financements externes des entreprises. La solidité des bilans des banques continue d'assurer une disponibilité suffisante de crédits, tandis que pour les grandes entreprises, les émissions d'obligations constituent une alternative intéressante aux prêts bancaires. Il convient toutefois de reconnaître que beaucoup d'entreprises et de ménages se sont endettés pendant la pandémie, ce qui a rendu leur santé financière potentiellement vulnérable à une détérioration des perspectives économiques et pourrait dégrader la qualité des bilans des banques. Cela étant, les risques d'amplification financière sont considérés comme globalement faibles.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

Les membres du Conseil ont partagé l'évaluation de M. Lane selon laquelle une orientation accommodante de la politique monétaire demeure nécessaire pour compenser l'impact négatif de la pandémie sur l'inflation et pour favoriser le réancrage solide des anticipations d'inflation autour de la nouvelle cible à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Par conséquent, le soutien apporté par le rythme soutenu des achats nets dans le cadre du PEPP, ainsi que par les autres instruments et la *forward guidance* recalibrée a été jugé essentiel pour préserver la nécessaire politique monétaire accommodante et pour réaffirmer l'engagement du Conseil des gouverneurs à l'égard de sa nouvelle stratégie de politique monétaire. Dans le même temps, dans le cadre du PEPP approuvé par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de décembre 2020, un calibrage du rythme des achats

est devenu nécessaire sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation.

En ce qui concerne l'évaluation des conditions de financement, il a été noté que, dans l'ensemble, les conditions étaient restées favorables ou s'étaient encore assouplies depuis la précédente évaluation trimestrielle du Conseil des gouverneurs en juin. De plus, elles se sont sensiblement améliorées depuis la décision du Conseil des gouverneurs, plus tôt dans l'année, d'augmenter significativement le rythme des achats dans le cadre du PEPP. Cette amélioration est attestée par un large éventail d'indicateurs. Une hausse des anticipations d'inflation a ramené les taux d'intérêt réels à court et à long terme de la zone euro à des niveaux historiquement bas. S'agissant des conditions financières, les prix des actions ont augmenté tandis que l'euro s'est globalement déprécié. Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages, ainsi que les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises sont restés proches des points bas historiques. Dans le même temps, il a été observé que la récente réévaluation du risque a entraîné une certaine volatilité des taux d'intérêt de marché à long terme.

S'agissant de l'évaluation des perspectives d'inflation, une amélioration significative au cours de l'année a été constatée. Il a également été observé que la projection relative à l'inflation établie par les services de la BCE/de l'Eurosystème avait été révisée à la hausse dans les exercices de projection précédents, rompant ainsi avec la série de révisions successives à la baisse antérieures et soulignant l'émergence de risques à la hausse. Toutefois, il a été noté que la hausse à court terme de l'inflation résulte largement de facteurs temporaires qui se dissiperont à moyen terme et qui n'appellent pas un durcissement de la politique monétaire. Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation ne devrait pas atteindre de manière persistante des niveaux qui pourraient compenser totalement l'impact de la pandémie sur la trajectoire de l'inflation sur l'horizon à moyen terme pertinent, et elle est restée nettement inférieure à la nouvelle cible d'inflation de la BCE.

Sur la base de l'évaluation conjointe et conformément au cadre du PEPP adopté en décembre 2020, les membres du Conseil ont convenu que les conditions de financement durablement favorables ainsi que la légère amélioration des perspectives d'inflation à moyen terme permettaient au Conseil des gouverneurs de réduire modérément le rythme des achats dans le cadre du PEPP tout en confirmant toutes les autres mesures de politique monétaire, à savoir le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, les indications du Conseil des gouverneurs sur leur probable orientation future (*forward guidance*), les achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), les politiques de réinvestissement et les opérations de refinancement à plus long terme. Plusieurs commentaires ont été formulés dans les deux sens s'agissant du recalibrage du rythme des achats dans le cadre du PEPP proposé par M. Lane.

D'une part, il a été avancé qu'une application symétrique du cadre du PEPP nécessiterait une réduction plus importante du rythme des achats, compte tenu également des éventuels effets secondaires d'un niveau d'achats élevé. De ce point de vue, un rythme d'achat comparable au niveau qui prévalait au début de l'année serait approprié. Un tel rythme continuerait de fournir un degré de soutien monétaire plus élevé qu'au début de l'année, les conditions de financement et les perspectives économiques s'étant améliorées entre-temps. De plus, la flexibilité inhérente au programme permettrait une augmentation significative des achats pour remédier aux tensions sur les marchés, si nécessaire.

D'autre part, il a été fait référence à la récente réévaluation des rendements obligataires nominaux qui plaide pour une réduction prudente du rythme des achats. Une inquiétude a été exprimée sur le fait qu'un ralentissement du rythme des achats pourrait induire la perception par les marchés d'une politique monétaire plus stricte que prévu, ce qui pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement. En particulier, le risque existe qu'une réduction des achats dans le cadre du PEPP au cours des prochains mois soit interprétée comme une sortie progressive des programmes d'achats de titres (*tapering*), susceptible d'affecter d'autres composantes de l'orientation de la politique monétaire. Cela pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt de la zone euro et entraver l'amorce de hausse des anticipations d'inflation.

Dans le même temps, il a été avancé que les marchés s'attendaient déjà à ce que les achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP cessent d'ici mars 2022. Cette anticipation n'a pas eu d'impact significatif sur les conditions de financement, ce qui devrait susciter la confiance dans le fait que le recalibrage du rythme d'achat dans le cadre du PEPP qui vise à refléter l'amélioration des conditions de financement et des perspectives d'inflation, ne conduira pas à un durcissement injustifié des taux d'intérêt du marché. L'attention a été attirée sur l'encours important d'actifs que l'Eurosystème a acquis depuis le début de l'année, qui pourrait fournir un assouplissement significatif au cours des prochaines années en comprimant la prime de terme, même si le rythme des achats était réduit.

Il a été réaffirmé que le PEPP était conçu comme un programme d'urgence ayant pour objectif clairement défini de contrer l'impact de la pandémie sur la trajectoire de l'inflation et qu'il fallait le distinguer de l'orientation générale de la politique monétaire, pour laquelle d'autres instruments étaient disponibles. Il a été souligné que, même sans le PEPP, l'orientation générale de la politique monétaire demeurait très accommodante. Le calibrage du rythme des achats dans le cadre du PEPP conformément au cadre de ce programme doit être jugé au regard des conditions financières en vigueur et des perspectives d'inflation. Un avis a toutefois été exprimé selon lequel la perception d'une suppression prématurée de l'orientation accommodante pourrait susciter des interrogations quant à la détermination du Conseil des gouverneurs à atteindre sa cible d'inflation et à son engagement à prendre des mesures énergiques et ancrées dans la durée lorsque les taux sont proches de leur

plancher effectif afin d'éviter que des écarts négatifs par rapport à la cible d'inflation ne s'installent durablement.

Dans l'ensemble, en pesant les différents arguments, tous les membres du Conseil ont convenu que, conformément au cadre adopté en décembre 2020, des conditions de financement durablement favorables ainsi qu'une légère amélioration des perspectives d'inflation à moyen terme permettaient au Conseil des gouverneurs de réduire modérément le rythme des achats dans le cadre du PEPP, conformément à la proposition de M. Lane.

En ce qui concerne la mise en œuvre, il a été souligné que la flexibilité en fonction des conditions de marché demeurerait une caractéristique essentielle du PEPP, offrant une marge de manœuvre pour réagir aux chocs à court terme exerçant des tensions à la hausse sur les taux d'intérêt de référence ou, de même, permettant une réduction du rythme des achats si les conditions favorables peuvent être maintenues avec un rythme encore plus faible.

L'attention a également été attirée sur les efforts du Conseil des gouverneurs en faveur d'une plus grande transparence et d'une meilleure communication avec le grand public, favorisant ainsi la confiance, comme souligné dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire. En particulier, il a été suggéré que davantage d'informations soient fournies dans le cadre de la communication officielle s'agissant du raisonnement qui sous-tend l'APP, le PEPP et les décisions qui s'y rapportent.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, les membres ont souligné que l'amélioration des perspectives devait être reconnue et que les mesures prises par le Conseil des gouverneurs produisaient les effets escomptés. Même s'il convenait de souligner la nature temporaire de la hausse à court terme de l'inflation, il a été estimé que les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation à long terme devaient faire l'objet d'un suivi et donner lieu à une communication prudente. Dans le même temps, il a été jugé important d'éviter de donner l'impression que le Conseil des gouverneurs était satisfait des perspectives d'inflation actuelles.

S'agissant de la réduction modérée du rythme des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP, cette évolution a été jugée proportionnée, progressive et conforme à l'évaluation conjointe d'une amélioration des conditions de financement et des perspectives d'inflation. Il importait de préciser que cette décision constitue un recalibrage du programme en réponse aux conditions actuelles et n'implique pas un *tapering* ni de mettre fin aux achats d'actifs dans le cadre du PEPP.

De plus, avec un rythme d'achats légèrement inférieur, la politique monétaire de la BCE reste globalement très accommodante. Le Conseil des gouverneurs a souligné sa détermination à agir avec

force et dans la durée, conformément à sa stratégie de politique monétaire révisée, pour ancrer solidement les anticipations d'inflation sur sa cible de 2 %.

Enfin, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs continuerait de procéder aux achats de façon souple en fonction des conditions de marché. 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 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.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire suivantes :

Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs a estimé que des conditions de financement favorables pouvaient être maintenues avec un rythme légèrement plus faible d'achats nets d'actifs au titre du PEPP par rapport aux deux derniers trimestres. Le rythme mensuel des achats continuera d'être mis en œuvre avec flexibilité en fonction des conditions de marché.

Le Conseil des gouverneurs a également confirmé ses autres mesures, à savoir le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE, ses indications sur leur probable orientation future (*forward guidance*), ses achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), ses politiques de réinvestissement et ses opérations de refinancement à plus long terme, telles qu'énoncées dans le communiqué de presse publié après la conclusion de la réunion.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration de politique monétaire, 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 de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 9 septembre 2021](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 8-9 septembre 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 septembre 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. Arce

M. Bitāns

Mme Buch

M. Demarco

Mme Donnery

M. Gaiotti

Mme Goulard

M. Haber

M. Kaasik

M. Kuodis

M. Kyriacou

M. Lünemann

M. Novo

M. Ódor

M. Sleijpen

M. Tavlas

M. Vanackere

M. Välimäki

Mme Žumer Šujica

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 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 25 novembre 2021.