



Réunion des 21 et 22 juillet 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 21 et le jeudi 22 juillet 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 9 et 10 juin 2021.

Les rendements des emprunts publics à long terme ont nettement baissé dans les différentes économies avancées, notamment dans la zone euro, en dépit de la forte reprise intervenue à la suite du choc lié à la pandémie de coronavirus (COVID-19). Les données tirées de modèles relatives aux déterminants des rendements de la zone euro suggèrent qu'une part très importante de la baisse récente des taux d'intérêt sans risque de la zone euro a reflété des répercussions extérieures, principalement sous la forme d'une augmentation de l'aversion pour le risque au niveau mondial. La propagation rapide du variant delta du coronavirus et l'augmentation des taux d'infection dans de nombreux pays ont probablement été la principale raison à l'origine de la montée de l'aversion au risque au niveau mondial, comme le reflète également la baisse marquée du ratio actions de valeur/actions de croissance ces dernières semaines. Même si l'expérience du Royaume-Uni laisse penser que, pour l'instant en tout cas, les progrès des campagnes de vaccination sont parvenus à affaiblir le lien entre le nombre d'infections et les taux d'hospitalisation, le variant delta a suscité de nouvelles incertitudes quant à la trajectoire vers une normalisation de l'économie, ce qui a pesé sur les rendements ces dernières semaines.

Les rendements souverains à long terme ont baissé plus fortement aux États-Unis, où le comportement des investisseurs a continué à inverser une grande partie de la hausse des taux d'intérêt réels à long terme observée plus tôt dans l'année, un mouvement qui pourrait être lié à des modifications des anticipations des marchés relatives à la politique monétaire. Une décomposition du rendement des bons du Trésor américain à dix ans, établie à partir d'un modèle, laisse penser que les primes de terme ont fortement diminué ces dernières semaines, tandis que les révisions de la trajectoire future attendue des taux à court terme ont été plus limitées. Cela suggère que la forte hausse des taux d'intérêt réels observée aux États-Unis plus tôt cette année peut avoir reflété en grande partie une hausse de l'incertitude entourant les perspectives relatives à la politique monétaire, et que cette incertitude peut avoir diminué ces dernières semaines.

Par comparaison, dans la zone euro, les taux d'intérêt réels sans risque ont été beaucoup plus stables qu'aux États-Unis, même s'ils ont commencé à baisser ces dernières semaines. Les taux sans risque réels à dix ans dans la zone euro sont actuellement inférieurs de près de 20 points de base au niveau observé au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 décembre 2020. De plus, les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont résisté à la pression baissière globale dans la zone euro, suggérant que les investisseurs restent fondamentalement positionnés pour une reprise soutenue après la crise liée à la pandémie.

Les écarts de rendement des emprunts publics ayant continué de bien résister, le rendement nominal pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro a poursuivi sa baisse depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 juin 2021 et se situe actuellement de nouveau en territoire négatif. Depuis la mi-mai, où les variations des anticipations des marchés relatifs à la trajectoire future probable des achats d'actifs avaient exercé sur eux des pressions à la hausse, les rendements ont chuté de plus de 30 points de base.

La courbe des taux à terme de l'Eonia s'est également sensiblement aplatie ces dernières semaines, même si cette évolution a probablement reflété la baisse des primes de terme liée au risque accru suscité par la propagation du variant delta plutôt qu'une véritable modification des anticipations relatives aux taux d'intérêt. Cette évolution est cohérente avec les anticipations inchangées relatives à un relèvement des taux directeurs déclarées dans la dernière enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA). Dans le même temps, l'aplatissement de la courbe des taux anticipés pourrait également refléter en partie un ajustement des anticipations relatives aux taux directeurs en réaction au résultat de l'évaluation de la stratégie de la BCE, même si les réactions immédiates des marchés ont été modérées.

Comme les marchés s'attendent à présent à un relèvement plus précoce des taux directeurs aux États-Unis, l'euro s'est déprécié fortement vis-à-vis du dollar, évolution renforcée par un mouvement

de report vers les valeurs sûres. De fait, depuis le début de l'année, une corrélation étroite a été observée entre le taux de change EUR/USD et l'écart de taux d'intérêt à court terme, les mouvements sur la partie longue de la courbe ne semblant pas avoir eu beaucoup d'importance pour les marchés de change, qui se sont plutôt concentrés sur la date du relèvement des taux.

Malgré l'augmentation significative de l'aversion au risque au niveau mondial, l'ajustement des primes de risque de crédit a été faible jusqu'à présent sur les marchés des valeurs à revenu fixe de la zone euro. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont bien résisté au récent mouvement de report vers les valeurs sûres. Les *spreads* de crédit des obligations bien notées (*investment-grade*) ont poursuivi leur baisse, tandis que ceux des obligations à haut rendement ont légèrement augmenté, tout en restant inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie malgré les importantes émissions d'obligations à rendement élevé depuis un an. Les données de la BCE ont montré que les émissions importantes réalisées par les émetteurs à rendement élevé ont été absorbées dans une large mesure par les fonds d'investissement, rehaussant ainsi davantage le profil de risque des non-banques.

L'augmentation de l'aversion au risque au niveau mondial a toutefois pesé sur les prix des actions. L'indice EuroStoxx a baissé, avec des pertes plus importantes dans les pays qui ont été exposés plus fortement aux restrictions de déplacement potentielles et effectives imposées à la suite de la propagation rapide du variant delta. Les événements des derniers jours ont également illustré comment les valorisations boursières élevées actuelles pouvaient être sujettes à des corrections soudaines, les ratios cours/bénéfices corrigés du cycle se situant à des niveaux record ou proches de ceux-ci. Les corrections de prix, si elles sont soudaines et importantes, pourraient avoir des effets tangibles sur les bilans des investisseurs, dans la mesure où les flux vers les fonds actions ont continué d'augmenter depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 juin 2021 et ont été plusieurs fois supérieurs aux flux observés les années précédentes.

Dans l'ensemble, les conditions financières dans la zone euro sont restées globalement stables à des niveaux très accommodants. Si l'on prend un instantané des différents indicateurs, ceux qui accordent une pondération importante au taux de change font apparaître un assouplissement des conditions financières et ceux qui mettent l'accent sur les marchés boursiers indiquent un durcissement.

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 données les plus récentes ont confirmé que la reprise générale se poursuivait, mais des éléments de plus en plus nombreux indiquent des contraintes d'offre. Dans le même temps, la propagation de nouveaux variants de la COVID-19 est restée une préoccupation majeure pour la reprise économique au niveau mondial et dans la zone euro. Les données de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour juin ont affiché des valeurs historiquement élevées pour le deuxième trimestre 2021 dans son ensemble – mais cette évolution a été constatée avant que le variant delta n'entraîne une forte augmentation des cas d'infection. Les échanges de biens ont poursuivi la forte tendance haussière observée depuis le milieu de l'année dernière – même si celle-ci s'est légèrement aplatie selon les données les plus récentes.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin, l'euro s'est fortement déprécié vis-à-vis du dollar (– 3,6 %) tout en enregistrant une baisse moins marquée en termes effectifs nominaux (– 0,9 %). Les prix du pétrole ont baissé de 3,9 % sur la même période (demeurant globalement conformes aux hypothèses techniques retenues pour les projections de juin), dans un contexte de volatilité accrue sur le marché pétrolier. La tendance haussière des prix des matières premières non pétrolières s'est interrompue et, dans l'ensemble, les prix des métaux et des produits alimentaires sont restés globalement inchangés depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin.

S'agissant de la zone euro, le PIB s'est contracté de 0,3 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2021, notamment en raison des conséquences sur la consommation privée des confinements mis en place dans de nombreux pays de la zone euro. Des goulets d'étranglement du côté de l'offre ont continué de freiner l'activité dans le secteur manufacturier, les délais de livraison des fournisseurs demeurant proches du niveau record enregistré en juin, aussi bien au niveau mondial que dans la zone euro, et le ratio des nouvelles commandes par rapport aux stocks de produits finis atteignant un pic. L'intensification des contraintes d'offre a pesé sur le secteur manufacturier et l'investissement et a entraîné une diminution de la production industrielle en mai. Dans la dernière enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*), ces dernières ont déclaré qu'il faudrait probablement attendre l'année prochaine pour que ces contraintes d'offre ne soient plus un problème.

Les indicateurs récents tirés d'enquêtes, tels que l'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière et l'activité dans le secteur des services, ont montré un fort rebond de l'activité au deuxième trimestre, en particulier dans les services, et une poursuite de la croissance dans le secteur

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

manufacturier. Les volumes des ventes au détail jusqu'en mai ainsi que la disponibilité accrue de certains services ont été cohérents avec la croissance robuste de la consommation privée au deuxième trimestre. Les indicateurs relatifs à la confiance des chefs d'entreprise ont fait état d'une forte reprise, la confiance dans l'industrie se situant à des niveaux très élevés en juin – bien au-dessus de ses niveaux d'avant la pandémie – tandis que les autres indicateurs ont presque retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie.

La confiance des consommateurs s'est renforcée, reflétant principalement une amélioration marquée de l'évaluation de la situation économique générale au cours des douze prochains mois, tandis que la confiance dans la situation financière personnelle des consommateurs, qui tend à être le principal facteur déterminant les décisions d'achats, s'est améliorée beaucoup moins fortement.

En ce qui concerne l'investissement des entreprises, les indicateurs tirés d'enquêtes disponibles jusqu'en juin vont dans le sens d'un renforcement au deuxième trimestre 2021, même si la baisse de la production de biens d'équipement en mai a reflété les contraintes liées aux goulets d'étranglement du côté de l'offre. Les entreprises du bâtiment ont également signalé des pénuries de matériaux et de main-d'œuvre proches des points hauts historiques en juin, dans un contexte de fermeté des conditions de la demande et des indicateurs de confiance.

S'agissant des échanges commerciaux, les données d'avril ont reflété la poursuite de la dynamique, en particulier en ce qui concerne les exportations de biens vers les États-Unis et l'Asie, mais la contribution locale a diminué. En particulier, les exportations de véhicules et de produits électroniques ont été affectées par des contraintes d'offre, tandis que les délais de livraison se sont également allongés pour les machines. Les indicateurs prospectifs relatifs au tourisme ont indiqué une reprise mais sont restés très éloignés des niveaux correspondant à une normalisation complète.

S'agissant du marché du travail, le taux de chômage a baissé en mai pour s'inscrire à 7,9 %, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'en avril 2021 mais 0,6 point de pourcentage de plus qu'en février 2020. Le nombre de travailleurs bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi a diminué, mais a encore représenté 5 % de la population active. Globalement, le marché du travail est resté fortement affecté par la pandémie, mais les indicateurs à haute fréquence et les données d'enquêtes vont dans le sens d'une croissance robuste de l'emploi pour les prochains mois.

En ce qui concerne les évolutions nominales, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est légèrement ralentie, revenant de 2,0 % en mai à 1,9 % en juin. La hausse de la composante énergie de l'IPCH est restée soutenue (12,6 %), apportant la contribution la plus importante (1,1 point de pourcentage) à l'inflation totale en juin. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est légèrement ralentie, revenant de 1,0 % en mai à 0,9 % en juin, sous l'effet d'un fléchissement de la hausse des prix des services. Alors que la hausse des prix des biens

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

industriels non énergétiques s'est encore accélérée, passant de 0,6 % en mai à 1,2 % en juin, la hausse des prix des services, qui est historiquement un déterminant important de l'inflation globale, est restée inférieure à 1 %. En particulier, les prix dans les secteurs du tourisme et de l'hôtellerie n'ont pas encore totalement retrouvé leurs niveaux antérieurs. La modification des pondérations de l'IPCH pour 2021 a commencé à peser de nouveau sur la hausse de l'IPCH en juin, un facteur qui devrait s'accroître au cours de l'été.

Les évolutions des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées modérées dans l'ensemble, des facteurs spécifiques jouant un rôle important pour de nombreuses mesures. L'indice Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation index*) a augmenté car la composante commune de cette mesure prend également en compte la part persistante des évolutions des prix de l'énergie. En ce qui concerne les mesures de l'inflation sous-jacente, les évolutions ont été dépendantes de l'inclusion ou non de composantes très volatiles telles que les services liés aux voyages ou l'habillement et la chaussure et également de la déduction ou non des effets des modifications des taxes sur la valeur ajoutée. De façon générale, il est demeuré important d'évaluer les évolutions de l'inflation sous-jacente en se fondant sur un large éventail d'indicateurs.

Les tensions en amont sur la composante biens industriels non énergétiques se sont accrues ces derniers mois, principalement en amont de la chaîne des prix, et des tensions à la hausse supplémentaires résultant des évolutions récentes des coûts des intrants devraient être observées sur les prix des BINE au cours des prochains mois.

Les évolutions des salaires ont été modérées dans l'ensemble. De nombreux accords salariaux se sont conclus à un bas niveau, ce qui a reflété la difficulté de négocier des salaires plus élevés compte tenu de la sous-utilisation actuelle des capacités productives et de la forte incertitude. Selon les dernières données, rien n'indique que la hausse des taux d'inflation conduise à des accords salariaux plus élevés.

Les hausses des coûts des intrants ont continué d'exercer des pressions sur les marges bénéficiaires. Pour l'avenir, il est important d'évaluer si la répercussion de la hausse des coûts des consommations intermédiaires se renforcera.

Dans la dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations à plus long terme relatives à l'inflation totale ont été révisées à la hausse à 1,8 % (pour 2026) après 1,7 % (pour 2025) dans la précédente campagne d'enquête. La distribution des anticipations d'inflation à plus long terme s'est déplacée vers la droite, les participants à l'enquête ayant été beaucoup plus nombreux à réviser leurs anticipations à la hausse qu'à la baisse. Dans le même temps, les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

probabilités d'inflation neutres au risque tirées des options sont restées globalement inchangées depuis la réunion de politique monétaire de juin.

S'agissant des évolutions financières et monétaires, les taux sans risque nominaux et les rendements souverains ont baissé depuis la réunion de politique monétaire de juin. En ce qui concerne les indicateurs situés en aval, les taux d'intérêt appliqués aux ménages et aux entreprises sont restés bas et les conditions financières et de financement sont restées inchangées dans l'ensemble. Les rendements souverains à long terme pondérés par le PIB ont diminué parallèlement aux taux sans risque depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin, mais ils sont restés nettement supérieurs aux niveaux enregistrés en décembre dernier.

La croissance annuelle de M3 s'est encore ralentie en mai, ce qui suggère une normalisation des flux monétaires par rapport au pic de la crise, les ménages et les entreprises recommençant à accumuler des dépôts à un rythme similaire à celui observé avant la pandémie. Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a fléchi en mai en raison de l'amélioration de l'activité économique et des indicateurs de confiance. Le coût réel du financement bancaire est revenu aux niveaux antérieurs à la pandémie, soutenu par le récent rebond des anticipations d'inflation.

Dans l'enquête de juillet sur la distribution du crédit bancaire, les banques de la zone euro ont fait état d'une augmentation nette modérée de la demande de prêts aux entreprises au deuxième trimestre 2021, après deux trimestres de baisses significatives. Les besoins de financement des entreprises au titre de l'investissement fixe ont été jugés comme apportant une contribution positive à la demande de prêts pour la première fois depuis le troisième trimestre 2019. La modification signalée dans la composition des prêts a donc reflété une normalisation. Il a également été rassurant de constater que les banques avaient déclaré des critères d'octroi globalement inchangés pour les prêts aux entreprises au deuxième trimestre 2021, après un durcissement net significatif au second semestre 2020 et un durcissement modéré au premier trimestre 2021. Certaines entreprises semblent avoir remplacé les prêts bancaires par un financement de marché, profitant des rendements obligataires attractifs. La croissance annuelle des prêts aux ménages s'est accentuée en mai et a continué d'être déterminée par les prêts au logement, dont les critères d'octroi sont restés globalement inchangés au deuxième trimestre 2021.

S'agissant des politiques budgétaires, un soutien budgétaire important est attendu pour 2021, notamment par le biais du programme *Next Generation EU* (NGEU). Depuis la préparation des projections de juin par les services de l'Eurosystème, des mesures budgétaires supplémentaires représentant environ 0,25 % du PIB ont été annoncées pour l'année en cours.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a noté que, dans le cadre de la mise en œuvre de la nouvelle stratégie de politique monétaire, il était important pour le Conseil des gouverneurs d'actualiser le guidage prospectif (*forward guidance*) des taux directeurs de la BCE. Un engagement à maintenir durablement une orientation accommodante de la politique monétaire est essentiel compte tenu de la contrainte du plancher effectif des taux et de l'insuffisance des perspectives d'inflation à moyen terme par rapport à la cible de 2 %.

La nouvelle stratégie a intégré deux innovations essentielles qui doivent se refléter dans la *forward guidance* de la BCE sur les taux d'intérêt : premièrement, la redéfinition de l'objectif de stabilité des prix de la BCE comme étant une cible d'inflation de 2 % à moyen terme ; et, deuxièmement, un engagement conditionnel à prendre en compte les conséquences du plancher effectif des taux lors de la conduite de la politique monétaire dans un environnement de taux d'intérêt nominaux structurellement bas.

Dans les conditions actuelles, la *forward guidance* devrait renforcer l'engagement à atteindre la cible d'inflation en clarifiant le fait que les taux directeurs seront relevés seulement si les données sont suffisamment robustes pour permettre au Conseil des gouverneurs de prévoir avec un degré de confiance élevé que le taux d'inflation atteindra 2 % de manière durable. En pratique, la nouvelle *forward guidance* proposée permettrait de répondre à deux objectifs distincts : premièrement, elle constituerait une mise en œuvre concrète du concept de convergence robuste de l'inflation vers la nouvelle cible ; et, deuxièmement, elle refléterait la nécessité manifeste que la réaction de politique monétaire de la BCE soit particulièrement constante dans des conditions où, comme à l'heure actuelle, les taux d'intérêt nominaux sont proches de leur niveau plancher depuis un certain temps et où les perspectives d'inflation demeurent bien inférieures à la cible.

Une *forward guidance* recalibrée doit comporter trois conditions essentielles devant être remplies avant un relèvement des taux d'intérêt : premièrement, l'inflation doit atteindre la cible bien avant la fin de l'horizon de projection, afin de garantir que la décision de relèvement soit fondée sur des bases solides et ne soit pas exposée à la volatilité des erreurs de projection à long terme ; deuxièmement, le Conseil des gouverneurs doit avoir confiance dans le fait que la cible puisse être atteinte de manière durable ; et, troisièmement, le Conseil des gouverneurs ne doit pas envisager d'augmenter les taux sans que l'inflation sous-jacente n'ait également été jugée avoir réalisé des progrès satisfaisants vers la cible de 2 %. Il s'agit d'une protection supplémentaire contre un resserrement de la politique monétaire, face à des chocs de hausse des coûts susceptibles d'entraîner une hausse temporaire, mais éphémère, de l'inflation totale. Enfin, un préambule doit indiquer clairement que le

nouveau guidage prospectif doit contribuer à assurer une convergence durable vers l'objectif à moyen terme.

Conformément à ces principes, M. Lane a proposé la reformulation suivante : « Afin d'assurer une convergence durable vers la cible d'inflation de 2 % à moyen terme, le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que nous constatons que l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de notre horizon de projection et de manière durable, et que nous jugions les progrès réalisés en matière d'inflation sous-jacente vers la cible de 2 % suffisamment avancés ». Premièrement, en stipulant que l'inflation doit atteindre l'objectif « bien avant la fin de notre horizon de projection », le nouveau guidage prospectif donnera l'assurance que la hausse de l'inflation à 2 % qui doit être observée au moment du relèvement des taux ne doit pas être attendue uniquement à la fin de l'horizon. Cette convergence plus précoce vers la cible contribue également à couvrir la politique monétaire contre le risque de réaction aux erreurs de prévision, qui tendent à s'accroître sur les horizons plus éloignés.

Deuxièmement, en déclarant que la cible d'inflation doit être atteinte de manière durable, le Conseil des gouverneurs signale que l'objectif sera atteint durablement, et non pas sous l'effet de facteurs éphémères ayant conduit à des hausses de prix ponctuelles mais non susceptibles d'entraîner une hausse persistante de l'inflation en glissement annuel. À cette fin, il faut que le Conseil des gouverneurs regarde au-delà du seuil initial défini « bien avant la fin de l'horizon de projection » pour constater si l'objectif d'inflation pourra être atteint de manière durable. Selon ces deux dimensions, la *forward guidance* a été formulée comme étant une attente du Conseil des gouverneurs, plutôt que comme étant mécaniquement liée aux projections de ses services.

Cette formulation conservera également une partie de l'attention portée aux évolutions en cours en gardant la référence à l'inflation sous-jacente. Plus précisément, la troisième condition impliquera que les « progrès réalisés en matière d'inflation sous-jacente vers la cible de 2 % seront suffisamment avancés » au moment du relèvement des taux. Cette condition supplémentaire fournira une assurance supplémentaire contre une réaction prématurée à des chocs de prix transitoires, et éventuellement récessifs. Il est important de garder à l'esprit que l'« inflation sous-jacente » est un concept large – c'est la composante persistante de l'inflation qui constitue le meilleur guide des évolutions futures de l'inflation et elle n'est approximée par aucun indicateur unique, étant donné la nature dépendante de la situation économique et financière des forces qui déterminent les tendances sous-jacentes de l'inflation.

D'autres éléments de la nouvelle *forward guidance* sont importants à souligner. Premièrement, la *forward guidance* restera dépendante de la situation économique et financière et continuera de fournir un puissant mécanisme automatique de stabilisation. Dans un sens, si les perspectives d'inflation s'améliorent davantage que prévu au fur et à mesure de la reprise, l'horizon temporel de la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

première hausse des taux d'intérêt se raccourcira automatiquement et les conditions de financement se resserreront. Dans l'autre sens, si les perspectives d'inflation connaissent des contretemps, le délai du relèvement s'allongera automatiquement, entraînant un assouplissement des conditions de financement qui contribuera à soutenir l'économie et les perspectives d'inflation. Deuxièmement, spécifier une condition en termes de convergence relativement plus précoce sur l'horizon de projection ne signifie pas une modification du concept de moyen terme du Conseil des gouverneurs. Cette condition doit servir d'indication pour orienter la politique monétaire à un moment où agir de manière trop préventive risquerait de l'exposer à de « faux signaux » et où les anticipations d'inflation à long terme demeurent bien en deçà de la cible d'inflation fixée par le Conseil des gouverneurs. Comme indiqué en préambule de la nouvelle *forward guidance*, l'orientation demeure résolument axée sur le fait d'« assurer une convergence durable vers la cible d'inflation de 2 % à moyen terme ». Troisièmement, la formulation fournit des orientations ex ante, plutôt que des exigences devant être respectées ex post. En particulier, le préambule limite la validité et la portée de la nouvelle *forward guidance* à une situation dans laquelle la convergence durable n'est pas encore assurée. Une fois réalisée une convergence durable vers la cible de 2 %, il sera nécessaire de réviser la *forward guidance*.

Étant donné que la reformulation de la *forward guidance* constitue une révision de l'orientation de la politique monétaire susceptible de prolonger l'horizon sur lequel les taux d'intérêt directs devraient demeurer à leurs niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs, une évaluation de la proportionnalité est justifiée. La révision proposée de la *forward guidance* a en effet été jugée constituer une réponse proportionnée aux risques pesant sur le mandat de la BCE en matière de stabilité des prix. Depuis que le Conseil des gouverneurs a introduit pour la première fois un guidage prospectif des taux d'intérêt en 2013, il a acquis une grande expérience de cet instrument, aussi ne fait-il guère de doute qu'il s'agit d'un outil efficace pour piloter les anticipations de taux d'intérêt. De nombreux éléments indiquent qu'il a contribué à rapprocher l'inflation de la cible du Conseil des gouverneurs, et le nouveau guidage prospectif proposé devrait être tout aussi efficace. La reformulation proposée est également efficace par rapport à d'autres options. D'autres outils, tout aussi efficaces, seraient cependant moins efficaces sur le segment à moyen terme de la structure par terme : afin d'obtenir la même impulsion supplémentaire en matière d'inflation avec des instruments différents, le Conseil des gouverneurs devrait soit abaisser les taux directs de manière nettement plus marquée en territoire négatif, soit renforcer sensiblement ses programmes d'achats d'actifs. En outre, il est peu probable que les conséquences involontaires du bas niveau actuel des taux d'intérêt pour l'intermédiation financière et l'ensemble de l'économie soient fortement amplifiées par le retard limité dans la date de relèvement que cette reformulation pourrait susciter et elles seraient, en tout état de cause, largement compensées par les avantages du bas niveau des taux d'intérêt sur l'emploi et l'activité économique. Bien entendu, le Conseil des gouverneurs continuerait de suivre les effets secondaires potentiels –

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

positifs ou négatifs – s’il prolongeait la période d’application des taux d’intérêt négatifs ou faibles. À cet égard, il est également important de noter que le soutien que la nouvelle stratégie et la *forward guidance* proposée apportent au réancrage des anticipations d’inflation réduit le risque d’éventuels effets secondaires, puisqu’il devrait contribuer à raccourcir la durée de la période de taux d’intérêt très bas et, toutes choses égales par ailleurs, à réduire le volume nécessaire des achats d’actifs.

S’agissant de l’évaluation des perspectives économiques, la reprise de l’économie de la zone euro s’est accélérée. Le variant delta est une source de préoccupation, mais les progrès des campagnes de vaccination au cours des dernières semaines ont permis d’alléger les mesures de confinement dans la plupart des pays de la zone euro. L’amélioration des perspectives économiques s’est reflétée dans les données prospectives relatives à l’activité et au climat des affaires pour tous les secteurs de l’économie, et a également commencé à se manifester dans les indicateurs de l’activité économique effective. L’indice composite des directeurs d’achat pour le secteur manufacturier a atteint un nouveau record en juin, les ventes au détail se sont sensiblement améliorées en mai et les échanges commerciaux ont fait preuve d’une dynamique robuste. Toutefois, la propagation croissante du variant delta pourrait freiner la reprise, en particulier dans les services tels que le tourisme et l’hôtellerie. En outre, les contraintes d’offre ont continué de freiner la production dans certains secteurs. L’intensification des perturbations de la chaîne d’approvisionnement mondiale, qui se manifeste notamment par l’allongement des délais de livraison ou par des pénuries de puces électroniques, a entraîné une baisse de la production industrielle dans les trois principales économies de la zone euro en mai.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent globalement équilibrés. Les risques à la baisse sont principalement liés à la possibilité d’une nouvelle intensification de la pandémie en raison de la propagation de variants plus agressifs du virus ou de goulets d’étranglement plus persistants du côté de l’offre. La robustesse des données prospectives disponibles et la possibilité d’une réduction de l’épargne plus précoce qu’attendu ont constitué des risques à la hausse pour les perspectives.

La hausse de l’IPCH s’est légèrement atténuée, revenant de 2,0 % en mai à 1,9 % en juin. Bien que les données les plus récentes aient impliqué une révision à la hausse du profil à court terme de l’inflation totale et de l’inflation sous-jacente en raison d’une hausse plus forte que prévu pour les composantes biens industriels non énergétiques et énergie, les évolutions envisagées dans les projections de juin ont été globalement confirmées. Les mesures de l’inflation tirées d’enquêtes indiquent désormais également une légère hausse des anticipations d’inflation à plus long terme, à des niveaux toutefois encore légèrement inférieurs à la cible d’inflation.

Les taux d’intérêt de référence à long terme sont restés supérieurs aux niveaux observés au cours des premiers mois de l’année, mais ils ont diminué depuis la réunion de politique monétaire de juin,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

sous l'influence des variations des rendements obligataires américains et du regain d'incertitude quant à l'évolution future de la pandémie. La réaction du marché suite à la réunion de juin du Comité fédéral de l'*open market* a été un facteur déterminant sur les marchés financiers internationaux, mais les anticipations de taux d'intérêt dans la zone euro n'ont guère été affectées.

Les informations devenues disponibles étant largement conformes à l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation réalisée lors de la réunion de politique monétaire de juin, M. Lane a proposé de poursuivre les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*) au cours du troisième trimestre à un rythme nettement supérieur à celui des premiers mois de l'année.

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 reprise de l'économie dans la zone euro est largement considérée comme étant en bonne voie. De plus en plus de personnes sont vaccinées et les restrictions liées aux confinements ont été allégées dans la plupart des pays de la zone euro. Cependant, la pandémie continue d'assombrir les perspectives, d'autant plus que le variant delta constitue une source d'incertitude croissante. L'inflation s'est accélérée, même si cette hausse devrait être essentiellement temporaire. Les perspectives d'inflation à moyen terme demeurent modérées.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle l'activité économique et les échanges commerciaux mondiaux ont continué de s'améliorer, malgré la propagation de la quatrième vague de coronavirus à travers le monde. Il a été généralement estimé que les autorités adopteront des mesures moins strictes et que le lien entre les indices de confinement largement utilisés et l'activité économique sera nettement plus faible que lors des vagues précédentes. Dans le même temps, des préoccupations ont été exprimées quant à la situation dans les économies émergentes, où les campagnes de vaccination sont beaucoup moins avancées. En outre, les échanges commerciaux continuent d'être lourdement affectés par des goulets d'étranglement du côté de l'offre et par la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

hausse des coûts de transport, et restent dépendants de l'évolution future de la pandémie. Dans ce contexte, les perspectives du commerce mondial ont été considérées comme très incertaines.

Les perspectives de l'activité économique et de l'inflation aux États-Unis ont été jugées difficiles à interpréter à la lumière des évolutions récentes des marchés financiers, les rendements des obligations américaines ayant considérablement diminué à un moment où l'inflation aux États-Unis avait nettement augmenté. Les intervenants de marché sont peut-être devenus plus pessimistes quant aux perspectives de croissance compte tenu de la propagation récente du variant delta, mais ils sont aussi devenus plus réceptifs à l'argument du Système fédéral de réserve selon lequel l'épisode d'inflation actuel serait temporaire. Toutefois, il a également été avancé qu'un certain nombre d'indicateurs font état de risques d'une hausse plus prolongée de l'inflation aux États-Unis, notamment dans le contexte d'un soutien budgétaire substantiel.

Lors de l'examen des perspectives économiques de la zone euro, les membres du conseil ont généralement reconnu que les projections de référence de juin établies par les services de l'Eurosystème demeuraient globalement valables, malgré des modifications de la tendance trimestrielle probable. Il a été souligné que l'économie de la zone euro connaît une forte reprise et que le climat économique s'est nettement amélioré. Les indicateurs récents semblent même être devenus plus favorables que prévu et confirment que la reprise gagne du terrain. Dans l'ensemble, ils font actuellement état de résultats légèrement meilleurs pour l'activité économique au deuxième trimestre, mais la croissance au troisième trimestre pourrait être inférieure au chiffre ambitieux figurant dans les projections de juin. Si l'on considère ensemble les deux trimestres, la croissance semble globalement bien engagée.

L'activité du secteur manufacturier devrait être dynamique, même si des goulets d'étranglement du côté de l'offre freinent la production à court terme. Dans le secteur des services, la réouverture de larges pans de l'économie a contribué à un rebond vigoureux de l'activité. Toutefois, le variant delta du coronavirus pourrait freiner la reprise dans le secteur des services, particulièrement dans le tourisme et l'hôtellerie.

Avec le retour de la clientèle dans les magasins et les restaurants ainsi que la reprise des voyages, les dépenses de consommation ont augmenté. L'amélioration des perspectives d'emploi, le retour de la confiance et la poursuite des mesures de soutien des pouvoirs publics ont également stimulé les dépenses. Le redressement en cours de la demande intérieure et mondiale a renforcé l'optimisme des entreprises. La propagation du variant delta a entraîné un regain d'incertitude, comme le reflètent également les marchés financiers, mais l'économie a résisté. Les ménages et les entreprises ont continué de s'adapter rapidement à la vie en présence du coronavirus. L'évaluation selon laquelle une quatrième vague de coronavirus aurait des répercussions plus limitées sur la santé en raison de la hausse des taux de vaccination, par exemple en termes d'hospitalisations et de tensions sur les unités

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

de soins intensifs, a été largement partagée. Par conséquent, une quatrième vague devrait également se traduire par des mesures d'endiguement moins strictes et avoir une incidence globalement plus limitée sur l'économie. Dans ce contexte, il a été souligné que la corrélation entre les mesures d'endiguement et le coût économique de la pandémie évoluait au fil du temps.

Globalement, l'activité économique devrait renouer avec son niveau d'avant la crise au premier trimestre de l'année prochaine, mais il faudra du temps avant que les dommages économiques causés par la pandémie soient surmontés. Par exemple, le nombre de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi est en baisse, mais demeure élevé.

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 dépasser nos anticipations si les consommateurs dépensent davantage qu'attendu actuellement et puisent plus rapidement dans l'épargne qu'ils ont constituée pendant la pandémie. L'attention a été attirée sur le fait que la reprise s'est accélérée, avec un fort rebond de la consommation et des indicateurs qualitatifs dénotant une baisse du taux d'épargne des ménages. Une amélioration plus rapide de la situation pandémique serait aussi de nature à entraîner une expansion plus marquée qu'envisagé actuellement. En outre, l'approbation des programmes NGEU pour les différents pays est en bonne voie, même si des risques subsistent pour leur mise en œuvre. Les risques précédemment identifiés d'une vague de faillites dans le secteur des entreprises ont semblé diminuer.

S'agissant d'éventuels risques à la baisse, la croissance pourrait être inférieure aux attentes si la pandémie s'intensifiait ou si les pénuries d'offre se faisaient plus persistantes et freinaient plus fortement la production qu'anticipé précédemment. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que les connaissances sur le virus sont encore limitées et qu'une série de nouvelles mutations n'est pas improbable, avec des conséquences difficiles à prévoir malgré les progrès réalisés en matière de campagnes de vaccination. Il a également été avancé que les risques de perte extrême dans le secteur des sociétés non financières, notamment pour les petites et moyennes entreprises, continuent de s'accumuler dans le cadre d'une reprise très asymétrique et inégale d'un point de vue sectoriel. En outre, il a été souligné que les éléments positifs attestant de faillites limitées à ce jour doivent être attribués aux réponses massives et rapides des politiques budgétaire et monétaire. Enfin, la hausse des prix du pétrole et des matières premières pourrait peser sur la consommation, tandis que les capacités inutilisées de l'économie sont restées importantes dans un contexte de reprise fragile.

Par comparaison avec les projections de juin, il a été souligné que le risque de propagation du variant delta s'est clairement matérialisé mais qu'il a eu sur l'économie des répercussions moins immédiates que ce qu'on aurait pu craindre. Dans l'ensemble, la balance des risques pour l'activité économique, telle qu'elle ressort des projections de juin, a été jugée toujours valide.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans ces circonstances, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que des politiques budgétaires ambitieuses, ciblées et coordonnées doivent continuer de compléter la politique monétaire pour soutenir la reprise. Le programme NGEU a un rôle essentiel à jouer dans ce contexte. Il contribuera à une reprise plus vigoureuse et uniforme dans l'ensemble des pays de la zone euro et il accélérera les transitions écologique et numérique, tout en soutenant les nécessaires réformes structurelles, favorables à la croissance à long terme.

S'agissant de l'évolution des prix, la hausse de l'IPCH total s'est établie à 1,9 % en juin. L'inflation devrait augmenter au cours des prochains mois, avant de baisser de nouveau en 2022. L'accélération observée actuellement est largement imputable à la hausse des prix de l'énergie et à des effets de base résultant de la forte baisse des cours du pétrole au début de la pandémie et de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne l'année dernière. Ces facteurs devraient s'estomper d'ici début 2022, lorsqu'ils n'apparaîtront plus dans le calcul de l'inflation en rythme annuel.

Les membres du Conseil ont souligné que les chiffres récents de l'inflation ont clairement été plus élevés que prévu, tant pour l'inflation totale que pour l'inflation sous-jacente hors produits alimentaires et énergie, s'inscrivant dans une série persistante de surprises à la hausse. Ceux-ci résultent, en particulier, d'évolutions plus fortes qu'escompté des prix des biens industriels non énergétiques. Cependant, le tableau d'une hausse principalement transitoire de l'inflation a continué d'être considéré comme valable. Même si l'on s'attendait à ce que les hausses observées de l'inflation se poursuivent à court terme, en partie sous l'effet de tensions temporaires sur les coûts dans les chaînes d'approvisionnement, la plupart des mesures relatives aux tensions sous-jacentes sur les prix sont demeurées modérées. La sous-utilisation importante des capacités productives, la faible croissance des salaires et l'appréciation antérieure de l'euro impliquent que les tensions sous-jacentes sur les prix devraient rester modérées pendant un certain temps.

L'attention a été attirée sur les indications selon lesquelles les marges bénéficiaires diminuaient rapidement, ce qui sous-entend que les augmentations de coûts ont été absorbées par les entreprises au lieu d'être répercutées sur les prix. En outre, les données disponibles sur les accords salariaux pour les premiers mois de l'année en cours ont indiqué que la croissance des salaires négociés demeurait relativement faible dans un environnement d'inflation relativement élevée. Si l'on soustrait des estimations raisonnables de la croissance tendancielle de la productivité à la croissance des salaires, on obtient des coûts unitaires de main-d'œuvre modérés. Il a été avancé que, dans l'ensemble, ces données suggèrent des perspectives d'inflation modérée à moyen terme. Il a également été avancé que jusqu'ici, les signes d'effets de second tour ou d'effets indirects résultant d'une hausse de l'inflation étaient limités, avec une répercussion contenue des coûts des consommations intermédiaires hors énergie sur les prix à la consommation.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Cependant, il a aussi été souligné que les marges bénéficiaires ont déjà été comprimées pendant un certain temps au cours de la pandémie et que, sur la base de l'expérience passée, une baisse continue des marges n'était pas soutenable et devrait probablement s'inverser. Cela suggère qu'à l'avenir les augmentations de coûts devraient progressivement se répercuter sur les consommateurs. Cela est d'autant plus probable dans l'environnement actuel que les ménages semblent être prêts à dépenser une partie de leur épargne accumulée. Il a également été fait référence dans ce contexte aux révisions à la hausse des anticipations de bénéfices pour les sociétés cotées. En outre, les goulets d'étranglement du côté de l'offre semblent à présent être plus importants et plus durables qu'escompté, bien qu'il ait clairement été prévu qu'ils resteraient transitoires. Par ailleurs, les évolutions sur le marché du travail se sont renforcées ces derniers mois, avec un moindre recours aux dispositifs de soutien public.

Le nouveau paquet de politiques climatiques récemment proposé par la Commission européenne a été considéré comme susceptible d'entraîner des tensions durables à la hausse sur les prix de l'énergie et sur d'autres composantes des prix dans la période à venir. Il a toutefois été avancé que ces tensions sur les coûts et les prix liées à la transition climatique pourraient être compensées par des gains d'efficacité résultant d'évolutions technologiques, par le remplacement d'énergies fossiles par des énergies renouvelables dans le mix énergétique et par un impact baissier prévu sur la consommation énergétique. Il a néanmoins été indiqué que l'effet direct des politiques climatiques sur les prix de l'énergie devrait au départ être dominant et que tout effet de substitution ne devrait se produire que plus tard. S'agissant de l'investissement public et de l'impact sur la demande globale, et par conséquent sur la sous-utilisation des capacités productives, l'effet net du paquet de politiques climatiques devrait clairement être de stimuler l'économie au cours de la prochaine décennie.

Conformément aux conclusions de l'évaluation stratégique de la BCE, une discussion sur les coûts des logements occupés par leur propriétaire a été favorablement accueillie. Les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ont augmenté à leur rythme le plus rapide depuis 2007, et l'expérience au niveau des pays a suggéré que les tendances sous-jacentes étaient relativement persistantes. Les données expérimentales disponibles sur le coût des logements occupés par leur propriétaire pour le premier trimestre 2021, et la contribution qu'elles auraient apportée à l'inflation totale pour la zone euro dans son ensemble a été estimée à environ 0,2-0,3 points de pourcentage pour la période la plus récente.

Dans ce contexte, il a été souligné que l'IPCH existant restait la mesure pertinente de l'inflation pour la BCE, les logements occupés par leur propriétaire étant une considération auxiliaire et l'indicateur expérimental disponible accusant un retard par rapport à l'IPCH. Par le passé, il y a également eu des périodes, telles que celle comprise entre 2011 et 2014 – c'est-à-dire pendant la crise de la dette souveraine – où la contribution des logements occupés par leur propriétaire aurait été fortement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

négative, d'environ 30 points de base. À ce stade, la prise en compte de l'indice des prix de l'immobilier dans la composante « coûts des logements occupés par leurs propriétaires » des prix à la consommation reste expérimentale et nécessite des travaux complémentaires. Jusqu'ici, il n'a pas été fait de distinction entre la consommation et l'élément investissement.

Concernant les évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont noté que les anticipations d'inflation à plus long terme sont ressorties à 1,8 %, après 1,7 %, selon l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, alors que les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché sont demeurés globalement stables. L'enquête a été réalisée avant que la BCE ne présente sa stratégie révisée, mais il est possible qu'elle ait reflété certaines anticipations du nouveau cadre du Conseil des gouverneurs. Même si aucun impact significatif sur les marchés n'a été observé autour du jour de l'annonce de la nouvelle stratégie, un certain temps pourrait être nécessaire avant que les marchés et le public n'aient complètement intégré les changements. La confiance a été exprimée dans le fait que les anticipations d'inflation commençaient à aller dans la bonne direction. Toutefois, il a également été rappelé que les anticipations d'inflation pour les cinq années à venir telles que reflétées dans les prix sur le marché des options ont continué d'afficher une probabilité beaucoup plus élevée que l'inflation dans la zone euro soit inférieure à 2 % plutôt que supérieure.

Les membres du Conseil sont globalement convenus que, bien que les perspectives d'inflation se soient améliorées, celles-ci sont demeurées assez éloignées du niveau cible de la BCE. Le Conseil des gouverneurs examinera à nouveau plus en détail les perspectives lors de sa réunion de septembre, une fois que les nouvelles projections établies par la BCE seront disponibles. Dans le même temps, les risques pesant sur les perspectives d'inflation, telles qu'intégrées dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, ont largement été considérés comme de plus en plus orientés à la hausse. Il est apparu clairement que cela a été le cas sur le court terme ainsi que, dans une moindre mesure et avec plus d'incertitude, pour l'évaluation des perspectives à moyen terme.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil sont globalement convenus que les données les plus récentes suggéraient une normalisation des flux monétaires à mesure que la situation sanitaire s'améliorait. Le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large (M3) a continué de se ralentir en mai, reflétant un fort effet de base négatif. Les flux de dépôts des ménages et des entreprises sont retournés à leurs niveaux d'avant la pandémie alors que les besoins de liquidité se sont atténués. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires au secteur privé a diminué en mai, reflétant un effet de base négatif ainsi que des remboursements nets de prêts. Dans le même temps, il a été observé que, dans l'enquête de juillet sur la distribution du crédit

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

bancaire, les banques de la zone euro ont fait état d'une augmentation nette modérée de la demande de prêts émanant des entreprises au cours du deuxième trimestre 2021.

Les conditions du crédit ont été considérées comme favorables dans le contexte d'amélioration générale de la situation économique et de poursuite du soutien apporté par les autorités monétaires, budgétaires et prudentielles. Les taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires ont jusqu'à présent été à l'abri de la tendance haussière des taux d'intérêt sans risque depuis fin 2020 et sont demeurés proches de leurs points bas historiques.

Les membres sont convenus que, dans l'ensemble, les conditions financières et de financement sont restées globalement inchangées à des niveaux extrêmement favorables. Les taux d'intérêt sans risque dans la zone euro et les rendements souverains ont baissé en termes nominaux et réels depuis la réunion de politique monétaire de juin, le rendement pondéré par le PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro étant retombé en territoire négatif. Il a été observé que les taux d'intérêt réels se sont établis à leurs points bas historiques. La baisse des taux d'intérêt de marché dans la zone euro a été considérée comme reflétant largement une nouvelle aversion pour le risque, en raison de la propagation rapide du variant delta du coronavirus ainsi que des effets de la diminution des rendements américains. Plus en aval, les taux d'intérêt des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont restés proches de niveaux extrêmement bas.

Il a été réaffirmé que préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie tout au long de la période de pandémie demeurerait essentiel pour transformer le rebond économique actuel en expansion durable et pour compenser les effets négatifs de la pandémie sur l'inflation.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant des mesures de politique monétaire proposées, les membres du Conseil des gouverneurs se sont accordés sur le fait qu'il était nécessaire d'aligner la *forward guidance* sur les taux d'intérêt avec la formulation révisée de l'objectif de stabilité des prix présentée dans la nouvelle stratégie de politique monétaire de la BCE. Étant donné que les conclusions de la revue stratégique n'ont été annoncées que deux semaines avant la présente réunion de politique monétaire, il a été souligné que les modifications de la *forward guidance* détermineraient la compréhension qu'auront les intervenants de marché de la nouvelle stratégie et pourraient être vues comme un premier test de la stratégie révisée elle-même. Il a été souligné que la nouvelle stratégie a été adoptée à l'unanimité et fournit au Conseil des gouverneurs un cadre partagé.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

La stratégie intègre deux innovations fondamentales, que la *forward guidance* doit refléter. Premièrement, elle fournit une clarification numérique de l'objectif de stabilité des prix en spécifiant un objectif d'inflation symétrique de 2 %. Deuxièmement, elle inclut l'« engagement conditionnel » de prendre en compte les conséquences du plancher effectif lors de l'élaboration de la politique monétaire dans un environnement de taux d'intérêt nominaux structurellement bas, notamment en adoptant des mesures plus vigoureuses ou ancrées dans la durée.

La nécessité de revoir la *forward guidance* sur les taux d'intérêt a été soulignée, en vue de fournir un engagement crédible de porter l'inflation au niveau du nouvel objectif. Il a également été jugé essentiel de fournir des garde-fous contre un resserrement prématuré de la politique monétaire dans l'environnement actuel.

Il a aussi été rappelé que la *forward guidance* est un instrument qui dépend de la situation économique et financière et exprime des intentions de politique monétaire, plutôt qu'un engagement fixe envers une trajectoire monétaire prédéterminée. La *forward guidance* a toujours été fondée sur l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives de stabilité des prix. Dès lors, le Conseil des gouverneurs conserve son jugement et son appréciation, et la *guidance* peut être modifiée à mesure que les circonstances évoluent. De plus, la *forward guidance* n'étant pas liée de façon mécanique aux projections établies par les services de la BCE, le Conseil des gouverneurs conserve la flexibilité d'exercer son propre jugement concernant les perspectives d'inflation. La *forward guidance* reformulée est mieux comprise comme un ensemble de conditions qui contribue à guider les actions menées par la BCE en vue d'atteindre sa cible d'inflation, telle que la définit la nouvelle stratégie. Elle n'implique pas nécessairement des taux d'intérêt « plus bas plus longtemps » si elle parvient *in fine* à ancrer les anticipations d'inflation à l'objectif, comme souhaité. Par conséquent, il a été noté que la *forward guidance* concernant les taux d'intérêt, si elle est crédible, devrait réduire la mesure dans laquelle il sera nécessaire de déployer les autres instruments.

Dans ce contexte, la nouvelle formulation de la *forward guidance* proposée par M. Lane a été largement jugée parfaitement équilibrée. Elle reflète la nouvelle cible d'inflation symétrique de 2 % et l'engagement conditionnel de prendre en considération les conséquences du plancher effectif lors de la conduite de la politique monétaire dans un environnement de taux d'intérêt nominaux structurellement bas. En particulier, en stipulant que des conditions plus spécifiques fondées sur les perspectives et sur les résultats devront être remplies avant que les taux d'intérêt ne soient relevés, elle souligne la nécessité du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire. Cela contribuerait à éviter un resserrement prématuré de l'orientation de la politique monétaire et à garantir une convergence solide de l'inflation vers sa cible à moyen terme. À cet égard, il a été noté que la formulation de la *forward guidance* doit clairement dissiper l'idée selon laquelle le niveau de 2 %

constitue un plafond pour l'inflation, dans la mesure où la nouvelle stratégie permet explicitement un dépassement modéré et transitoire.

Au cours de la discussion, les membres du Conseil ont exposé un certain nombre de réflexions. D'une part, la nécessité de renforcer encore un peu plus la *forward guidance* sur les taux d'intérêt a été soulignée. Premièrement, les taux directeurs sont demeurés contraints par leur plancher. Deuxièmement, les anticipations d'inflation à moyen terme ont continué de s'établir à des niveaux inférieurs à la cible d'inflation. Troisièmement, les marchés ont intégré dans leurs prix un relèvement des taux directeurs de la BCE à un moment où, selon les prévisions, l'inflation à moyen terme devait s'établir à un niveau nettement inférieur à 2 %. Cela pourrait être interprété comme le signe que la *forward guidance* actuelle est insuffisante pour guider les anticipations des marchés. De ce point de vue, il a été estimé que la *forward guidance* pourrait être renforcée en formulant les conditions de relèvement des taux en termes d'inflation réalisée plutôt que d'inflation anticipée. Il a été indiqué qu'intensifier la *forward guidance* maintenant et la réduire par la suite, si nécessaire, serait meilleur en terme de crédibilité que devoir accroître la *guidance* plus tard.

D'autre part, il a été rappelé qu'exiger que l'inflation atteigne durablement 2 % plus tôt risquerait de nuire à l'orientation à moyen terme de la politique monétaire. De plus, étant donné le décalage important avec lequel la politique monétaire se transmet à l'économie réelle, cela reviendrait à dépasser intentionnellement la cible d'inflation. À cet égard, il a été rappelé que d'autres instruments continuaient de fournir un soutien monétaire important au taux plancher. Il a été indiqué qu'un assouplissement de l'orientation de la politique monétaire se produirait de façon automatique, sans modification substantielle de la *forward guidance*, car une cible d'inflation légèrement plus élevée dans la nouvelle stratégie impliquerait probablement de toute façon un report de la date de relèvement des taux.

La crédibilité de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs a été jugée essentielle à son succès. Il a été noté que plus la *forward guidance* se prolongerait dans le futur, moins l'engagement serait crédible. Dans le cadre de la *forward guidance* en place au moment de la réunion, les marchés ne prévoyaient pas de relèvement des taux avant 2024 et intégraient dans leurs prix des taux directeurs négatifs jusqu'en 2028. De plus, il a été avancé que la formulation proposée pouvait se révéler trop ambitieuse et ainsi compromettre la crédibilité en risquant par la suite une rupture avec les conditions stipulées. Il a été suggéré d'inclure des clauses d'exclusion (*knock-out clauses*) dans la *forward guidance* afin d'en améliorer la crédibilité, d'atténuer les risques pesant sur la stabilité financière et de souligner que le Conseil des gouverneurs est tout aussi préoccupé par une inflation trop élevée que par une inflation trop basse. Dans le même temps, il a été souligné que la stratégie elle-même fournissait un garde-fou en stipulant que seuls les dépassements temporaires et modérés de l'objectif d'inflation seraient compatibles avec la stabilité des prix à moyen terme.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur la façon de formuler les trois conditions dans la *forward guidance* recalibrée présentée dans la proposition de M. Lane. S'agissant de la première condition, il a été remarqué que l'expression « bien avant » est essentielle pour éviter de ne faire référence qu'à la fin de l'horizon de projection, qui est considéré comme soumis à une plus grande incertitude que les prévisions à plus court terme. Compte tenu des erreurs de projection, des préférences ont été exprimées en faveur de la formulation de la première condition en termes d'inflation réalisée plutôt que d'inflation projetée. Cela pourrait contribuer à éviter un resserrement prématuré de l'orientation de la politique monétaire, à renforcer la crédibilité de la *guidance* et à fournir des éléments plus clairs aux marchés. Dans le même temps, des inquiétudes ont été formulées quant au fait que l'expression « bien avant » puisse être perçue comme s'écartant de l'orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire. Toutefois, il a été précisé que spécifier une condition en termes de convergence intervenant relativement plus tôt sur l'horizon de projection ne signifiait pas modifier le concept de moyen terme.

S'agissant de la deuxième condition présentée par M. Lane, l'expression « de manière durable » a été jugée comme apportant de la flexibilité en permettant de légères oscillations autour du niveau cible. Toutefois, des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que l'expression était trop vague pour ancrer suffisamment les anticipations, comme cela semble être le cas avec la formulation actuelle de la *forward guidance*. Il a été avancé que la notion de « caractère durable » pourrait être renforcée en faisant explicitement référence au niveau d'inflation sur le reste de l'horizon de projection. À cet égard et compte tenu de la nature symétrique de la cible d'inflation, il a été suggéré qu'il pouvait être fait référence, par exemple, au fait que l'inflation ne revienne pas en dessous ou ne reste pas au-dessus de 2 % sur l'horizon de prévision. Il a été admis qu'une telle reformulation de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt impliquerait un dépassement quasi-certain de la cible d'inflation de 2 %. Un tel dépassement, pour peu qu'il soit temporaire et modéré, pourrait toutefois être vu comme pleinement compatible avec la nouvelle stratégie.

Dans le même temps, il a été avancé qu'exiger que l'inflation ne revienne pas à un niveau inférieur à l'objectif reviendrait effectivement à dépasser cet objectif de manière intentionnelle, ce qui a été jugé incompatible avec la stratégie. Il a également été remarqué que, parce qu'il n'y a pas de garde-fous explicites garantissant qu'un dépassement potentiel soit modéré, maintenir la stabilité des prix pourrait conduire à la nécessité d'une hausse rapide des taux directeurs une fois satisfaites les conditions de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt. Un resserrement aussi rapide des taux directeurs à un stade ultérieur pourrait alors ne pas s'avérer aisé à opérer ou faire peser des risques sur la stabilité financière, exacerbant ainsi le dépassement initial. Il convient de prendre en compte cette situation dans l'analyse de proportionnalité. Dans ce contexte, un large soutien s'est dégagé en faveur de l'inclusion d'une référence explicite à la déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la

BCE concernant le dépassement de l'objectif dans la communication sur la *forward guidance*, afin de remédier aux éventuelles incompréhensions.

S'agissant de la troisième condition, faire référence à l'inflation sous-jacente a été vu comme un moyen efficace de se préserver d'un resserrement prématuré de la politique monétaire en réponse à des erreurs de prévision ou des chocs d'offre susceptibles de n'affecter que temporairement l'inflation totale. Toutefois, une inquiétude a été exprimée sur le fait que l'expression « les progrès de l'inflation sous-jacente vers l'objectif de 2 % sont suffisants » pourrait être interprétée, à tort, comme suggérant que le Conseil des gouverneurs a un objectif de 2 % distinct pour l'inflation sous-jacente. De plus, il a été indiqué que la perception de cet objectif d'inflation sous-jacente rendrait effectivement la *guidance* assez ambitieuse car, historiquement, les mesures standard de l'inflation sous-jacente, en particulier hors produits alimentaires et énergie, ont en général été nettement inférieures à l'inflation totale dans la zone euro. Il a également été remarqué qu'il existe de multiples mesures de l'inflation sous-jacente et qu'en conséquence, la référence peut être vue comme ambiguë et laissant une latitude considérable.

Reflétant l'importance relative des différents arguments avancés, la balance a nettement penché en faveur d'une version amendée de la *forward guidance* proposée par M. Lane. La notion de convergence « robuste » a été définie plus en détail avec l'inclusion de l'expression « durablement sur le reste de son horizon de projection » qui fait référence à l'inflation atteignant un niveau de 2 %. L'inclusion d'éléments de langage tirés de la nouvelle déclaration relative à la stratégie de la BCE, à savoir une référence à la symétrie de l'objectif et la possibilité d'une période transitoire pendant laquelle l'inflation pourrait s'établir légèrement au-dessus de l'objectif, intégrerait fermement la *forward guidance* au cadre stratégique. Elle jouerait également le rôle de garde-fou contre un dépassement prolongé ou prononcé de l'objectif. L'expression « les progrès de l'inflation sous-jacente sont suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % » indique clairement que la cible est l'inflation totale et non l'inflation sous-jacente.

S'agissant des considérations de proportionnalité, les révisions qu'il a été proposé d'apporter à la *forward guidance* sur les taux d'intérêt ont généralement été considérées comme une réponse proportionnée aux risques pesant sur le mandat de stabilité des prix du Conseil des gouverneurs. L'expérience acquise avec la *forward guidance* suggère qu'elle constitue un outil efficace pour piloter les anticipations des marchés en matière de taux d'intérêt, contribuant ainsi à rapprocher l'inflation de l'objectif du Conseil des gouverneurs. La reformulation proposée a également été jugée efficace par rapport à d'autres options de politique monétaire. Même si la *forward guidance* pourrait, en partie, se substituer à l'utilisation d'autres instruments susceptibles d'avoir des effets secondaires plus prononcés, il a été remarqué qu'un recalibrage de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt pourrait être perçu de façon erronée par les intervenants de marché comme impliquant nécessairement une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

période plus prolongée d'achats nets d'actifs en raison du lien entre la *guidance* des taux d'intérêt et la *forward guidance* concernant le programme d'achats d'actifs (APP). Il a été largement convenu de reporter la discussion sur la *forward guidance* relative à l'APP à une prochaine réunion. Le Conseil des gouverneurs continue d'estimer que les avantages des taux directeurs négatifs contrebalancent leurs coûts, même si plus ils restent en vigueur, plus la probabilité que la balance des risques se déplace et s'oriente négativement est élevée.

Dans ce contexte, une grande majorité des membres ont indiqué qu'ils étaient disposés à soutenir la proposition de *forward guidance* révisée. La proposition a été largement considérée comme permettant un juste équilibre entre l'accent renforcé mis sur les éléments fondés sur les résultats dans la *forward guidance* et une perspective prospective plus flexible. Après l'accord unanime sur la nouvelle stratégie, un large consensus sur la *forward guidance* a globalement été estimé d'une grande importance. Dans le même temps, quelques membres du Conseil ont maintenu leurs réserves, la formulation amendée ne répondant pas suffisamment à leurs inquiétudes. Ces inquiétudes sont liées en particulier à la probabilité implicite et à la persistance d'un dépassement de l'objectif, et au fait que la formulation est vue comme promettant de maintenir les taux d'intérêt à leur niveau actuel ou plus bas sur une très longue période sans clause dérogatoire explicite.

S'agissant des autres éléments de l'évaluation de l'orientation monétaire, les membres du Conseil ont été d'accord avec M. Lane sur le fait que les informations disponibles ont largement confirmé l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation menée lors de la réunion de politique monétaire de juin. Par conséquent, il a été décidé de continuer de procéder à des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie au troisième trimestre et ce, à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année.

Décisions de politique monétaire et communication

S'agissant de la communication, il a été considéré comme important d'expliquer que la *forward guidance* sur les taux d'intérêt reflète la nouvelle stratégie et la nécessité de mesures de politique monétaire ancrées dans la durée pour faire face aux niveaux plancher. La *forward guidance* a mis en évidence l'engagement du Conseil des gouverneurs à atteindre sa nouvelle cible d'inflation et indiqué que le Conseil attendrait d'être confiant dans la trajectoire d'inflation pour relever les taux directeurs. La *guidance* ne constitue pas une règle mais fournit plutôt des indications aux marchés financiers et au grand public afin qu'ils puissent mieux aligner leurs anticipations d'inflation avec l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Il était essentiel de mettre l'accent sur le fait que la *forward guidance* reste cohérente avec l'orientation à moyen terme de la politique monétaire, qui demeure distincte de l'horizon de projection.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

À cet égard, il a néanmoins été jugé utile de préciser la notion de « bien avant », qui peut être définie comme se rapportant au point médian de l'horizon de projection à des fins pratiques.

Il a été noté que seule la *forward guidance* sur les taux d'intérêt a été ajustée et que la *forward guidance* concernant les achats d'actifs reste inchangée pour le moment. Il a été indiqué que le Conseil des gouverneurs avait déjà réagi vigoureusement pendant un moment aux difficultés posées par le plancher effectif, à l'aide d'un éventail d'instruments. Le souligner pourrait contribuer à dissiper l'idée selon laquelle la reformulation de la *forward guidance* est une réaction nouvelle ou différée au problème de plancher appelant le déploiement imminent de nouvelles mesures.

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 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 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](#)

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 21 et 22 juillet 2021

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno*

M. Elderson

M. Hernández de Cos

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 juillet 2021 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Personnes accompagnantes

M. Arce
M. Bradeško
Mme Buch
M. Demarco
Mme Donnery
M. Gaiotti
Mme Goulard
M. Haber
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Kyriacou
Mme Lacerda
M. Lünnemann
M. Ódor
M. Rutkaste
M. Sleijpen
M. Tavlás
M. Vanackere
M. Välimäki

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 jeudi 7 octobre 2021.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.