



## Réunion des 10 et 11 mars 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 10 et le jeudi 11 mars 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 20 et 21 janvier 2021.

Dans l'ensemble des économies avancées, les courbes des rendements souverains se sont pentifiées, dans un contexte de diminution des nouveaux cas de coronavirus (COVID-19), d'accélération du rythme de la vaccination et de perspective d'adoption prochaine d'un vaste programme de relance budgétaire aux États-Unis. La forte augmentation des prix des matières premières a accentué les pressions à la hausse sur les rendements obligataires nominaux à long terme. La hausse des rendements obligataires à long terme a été plus modérée dans la zone euro que dans les autres économies avancées. La courbe des rendements pondérés par le PIB de la zone euro est restée nettement plus plate que durant la majeure partie de la période précédant la pandémie de COVID-19, sa forme et sa position étant largement identiques à celles observées juste avant la pandémie. En outre, les écarts de rendement souverains ont continué de bien résister, se resserrant même dans certaines juridictions. Par conséquent, la hausse des rendements a reflété principalement une augmentation du taux sans risque de la zone euro.

La décomposition du taux des *swaps* au jour le jour à dix ans indique que les investisseurs n'ont pratiquement pas modifié leurs opinions concernant la trajectoire future attendue des taux à court terme. Les récentes hausses des rendements ont plutôt reflété, dans l'ensemble, une augmentation des primes de terme. Comme cette augmentation a coïncidé avec une hausse notable des taux des *swaps* indexés sur l'inflation, il est probable que la prime de risque d'inflation est devenue plus

importante parce que les investisseurs ont commencé à réévaluer la balance des risques entourant les perspectives d'inflation. Une augmentation de la prime de risque d'inflation au stade actuel suggère que les investisseurs ne considèrent plus les perspectives d'inflation future comme étant uniquement entourées de risques à la baisse, comme cela a été le cas sur la majeure partie de l'année 2020.

Les taux sans risque réels à dix ans ont fluctué au fil du temps mais sont revenus à des niveaux proches de ceux observés autour de la réunion du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 décembre 2020. Ils se situent actuellement 120 points de base au-dessous de leur moyenne depuis 2008. Les taux réels à court et à moyen terme ont été préservés de la récente liquidation massive sur les marchés obligataires et ont continué d'atteindre de nouveaux points bas historiques au cours des dernières semaines.

Les marchés du crédit ont continué de bien résister à l'accentuation de la volatilité des marchés obligataires et des taux sans risque, ce qui suggère que la position des investisseurs reste fondamentalement celle d'une croissance plus forte. Les *spreads* de crédit pour l'ensemble des catégories de notation, et en particulier pour les obligations à haut rendement, ont continué de se resserrer au cours des dernières semaines, soutenus par une reprise visible des bénéfices réalisés. La modification des perspectives de défaut d'entreprises reflète les anticipations d'une amélioration significative des perspectives de croissance, contribuant à des valorisations favorables sur les marchés du crédit.

Sur les marchés boursiers, l'indice EuroStoxx 50 a encore étendu ses gains, se rapprochant progressivement de ses niveaux d'avant la pandémie. L'analyse menée par les services de la BCE suggère que la hausse des taux sans risque et la détérioration des perspectives de bénéfices à court terme en raison de la prolongation des mesures d'endiguement ont poussé les prix des actions à la baisse au cours des dernières semaines. Toutefois, la combinaison d'une amélioration des anticipations de bénéfices à long terme du fait du déploiement de la vaccination et l'amélioration du sentiment à l'égard du risque qui y est associée ont compensé et au-delà cette pression à la baisse sur les prix des actions. Dans certaines économies, cependant, la hausse des taux sans risque a accentué les risques pesant sur les valorisations d'actifs, qui demeurent fondées sur les anticipations d'une période prolongée de taux d'intérêt bas.

Les évolutions sur les marchés émergents apportent une preuve supplémentaire du fait que les investisseurs ont jusqu'à présent été capables et prêts à absorber la hausse des taux sans risque. En février, les entrées au titre des investissements de portefeuille sur les marchés émergents se sont poursuivies à un rythme soutenu, bien qu'elles aient commencé à s'inverser durant la semaine précédant la présente réunion.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Enfin, sur les marchés des changes, les anticipations d'une plus forte croissance aux États-Unis et d'une orientation moins accommodante de la politique monétaire américaine ont exercé des pressions à la hausse sur le taux de change effectif nominal du dollar et également sur le taux de change du dollar vis-à-vis de l'euro. Dans le même temps, du fait de l'espoir qu'une résolution de la pandémie et que les retombées de la politique budgétaire aux États-Unis amorcent et alimentent un fort rebond conjoncturel à l'échelle mondiale, le sentiment à l'égard du risque a continué d'exercer une pression à la baisse sur le dollar.

## 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 perspectives se sont améliorées sous l'effet conjugué des vaccinations en cours, des effets d'apprentissage sur la manière de vivre avec la pandémie et de la relance budgétaire supplémentaire aux États-Unis. Dans les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'activité et le commerce à l'échelle mondiale ont été révisés à la hausse sur l'horizon de projection après le rebond plus rapide qu'envisagé de l'économie mondiale au second semestre 2020. D'après les dernières données relatives à l'indice des directeurs d'achat (PMI), la production dans les services s'est particulièrement améliorée récemment. Le commerce mondial n'a pas encore retrouvé ses niveaux d'avant la crise et le rythme d'expansion des échanges commerciaux a marqué le pas vers la fin de l'année, les services continuant de freiner l'ensemble des échanges commerciaux en raison des restrictions sur les voyages et le tourisme. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier, les prix du pétrole ont augmenté de 23 %, atteignant 67,8 dollars le baril, un niveau proche de ceux observés avant la pandémie. Concernant le taux de change, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar (- 2,0 %), demeurant cependant globalement stable en termes effectifs nominaux (- 0,3 %).

S'agissant de l'économie de la zone euro, la croissance enregistrée au dernier trimestre 2020 a été plus forte que prévu, mais les restrictions en cours auront un impact négatif sur la croissance au premier, et peut-être également, au deuxième trimestre 2021. Selon les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, le PIB en volume se redressera pour dépasser, au deuxième trimestre 2022, son niveau d'avant la crise (quatrième trimestre 2019) et continuera d'augmenter à un rythme soutenu par la suite. Toutefois, la reprise devrait varier entre les différentes composantes du PIB et dépendre dans une large mesure du soutien budgétaire apporté au cours des deux prochaines années.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Si l'on observe plus particulièrement les dernières évolutions économiques, au premier trimestre 2021, les mesures d'endiguement ont dû demeurer plus contraignantes que prévu précédemment, freinant la reprise à court terme mais sans en modifier réellement la trajectoire globale. D'après les dernières données relatives à l'indice des directeurs d'achat pour février, la divergence dans la dynamique de croissance du secteur manufacturier et des services devrait se poursuivre.

L'épargne des ménages continue de refléter la dynamique de consommation résultant de la pandémie. L'accumulation d'épargne semble avoir été essentiellement le fait des ménages plus âgés, qui ont habituellement une propension moins forte à consommer leur revenu et leur richesse. Il est par conséquent moins probable qu'ils dépensent leur épargne dès que les mesures de confinement seront levées. La population plus jeune, en revanche, a vu sa situation financière se détériorer plus nettement, les services et emplois faiblement qualifiés étant particulièrement frappés par la pandémie. Du fait des récents retards pris par les campagnes de vaccination, les ménages s'attendent à une reprise plus tardive des activités normales.

L'investissement continue, dans l'ensemble, d'afficher une relative bonne tenue. Les données concernant la production de biens d'équipement donnent des signaux encourageants s'agissant de l'investissement actuel des entreprises. Le fait que la production de biens d'équipement résiste bien tient également au soutien de la demande étrangère. L'investissement immobilier devrait rester modéré à court terme.

En dépit de la poursuite de la croissance des exportations hors zone euro, les échanges commerciaux se sont ralentis vers la fin de l'année, du fait principalement de la faiblesse des exportations intra-zone euro. Les indicateurs avancés relatifs aux exportations du secteur manufacturier ont poursuivi leur hausse, sous l'effet de l'amélioration des indicateurs relatifs au transport maritime et des indicateurs tirés d'enquêtes disponibles pour février.

Les marchés du travail ont continué de bien résister grâce au vaste soutien budgétaire mais certains indicateurs signalent des vulnérabilités à plus long terme. Dans l'ensemble, les indicateurs tirés d'enquêtes des perceptions relatives à l'emploi ont légèrement augmenté, indiquant une expansion pour la première fois depuis le début de la pandémie, mais les évolutions demeurent inégales d'un pays et d'un secteur à l'autre. Les services à faible technologie ont été les plus défavorablement impactés par les deuxième et troisième vagues de la pandémie. Avec le durcissement des restrictions, l'importance des dispositifs de maintien de l'emploi s'est de nouveau accrue ces derniers mois.

S'agissant des évolutions nominales, les perspectives d'inflation à court terme pour 2021 ont été révisées à la hausse dans les projections de mars 2021 des services de la BCE, tandis que la trajectoire d'inflation prévue dans les projections de décembre 2020 établies par les services de

l'Eurosystème sont globalement confirmées pour les dernières années de l'horizon de projection. La trajectoire projetée de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est assez volatile, principalement en raison des prix de l'énergie. L'inflation mesurée par l'IPCH devrait passer de 0,3 % en 2020 à 1,5 % en 2021, avant de revenir à 1,2 % en 2022 et d'augmenter de nouveau pour s'établir à 1,4 % en 2023. La trajectoire de l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX) s'est légèrement déplacée vers le haut, affichant une hausse progressive, de 0,7 % en 2020 à 1,3 % en 2023.

Si l'on observe plus particulièrement les évolutions récentes, l'inflation totale a fortement augmenté pour s'établir à 0,9 % en janvier et en février, après quatre mois consécutifs à – 0,3 %. Le taux inchangé en février 2021 résulte du fait que la variation moins négative des prix de l'énergie a été contrebalancée par une baisse de l'inflation mesurée par l'IPCHX, revenue à 1,1 % en février (après 1,4 % en janvier), soit un taux nettement plus élevé que celui de 0,2 % enregistré sur les quatre derniers mois de 2020.

Le récent rebond de l'inflation totale reflète plusieurs facteurs, notamment une variation moins négative des prix de l'énergie, la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, la modification des profils de ventes (calendrier et volumes) dans certains pays et les modifications plus importantes qu'à l'accoutumée des pondérations du PIB pour 2021. En lien avec le durcissement des mesures d'endiguement, la part des imputations de prix dans l'IPCH a encore augmenté en janvier. L'impact global des imputations de prix sur l'évolution de l'inflation mesurée par l'IPCH demeure difficile à déterminer, ce qui accentue la forte incertitude entourant la possibilité que le récent rebond de l'inflation signale un véritable renforcement des tensions sur les prix.

Les principales mesures des salaires, sur la base des données de comptes nationaux telles que la rémunération par tête ou la rémunération horaire, continuent d'être fortement affectées par les effets des dispositifs de maintien de l'emploi. La croissance relativement soutenue des coûts unitaires de main-d'œuvre a continué de contribuer positivement aux évolutions du déflateur du PIB, contrebalançant les effets des moindres contributions des marges bénéficiaires. En conséquence, le déflateur du PIB a légèrement augmenté, passant de 1,0 % au troisième trimestre à 1,1 % au quatrième trimestre 2020.

S'agissant des anticipations d'inflation, l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) pour le premier trimestre 2021 a enregistré une révision à la hausse des anticipations d'inflation à court et à moyen terme, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme n'ont que très légèrement augmenté. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché s'établissent légèrement au-dessus des niveaux observés autour de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier, le taux de *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans ressortant à 1,42 % le 8 mars 2021, après 1,32 % le 19 janvier.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant des conditions financières dans la zone euro, on a constaté une hausse des rendements nominaux [des obligations d'État] sur la partie longue de la courbe, une amélioration du sentiment à l'égard du risque, une hausse des taux des *swaps* indexés sur l'inflation, une baisse des primes de risque sur les obligations souveraines et une légère dépréciation de l'euro. La liquidation massive intervenue sur les marchés obligataires a été synchronisée et généralisée à l'ensemble des principales économies avancées, signe de l'importance du facteur mondial. S'agissant des marchés d'obligations émises par les entreprises, les taux de défaut des émetteurs bien notés demeurent très inférieurs à ceux observés lors des précédents épisodes de crise. Les anticipations de bénéfices à court terme se sont détériorées pour la presque totalité des secteurs depuis la réunion de politique monétaire de janvier. Les indices relatifs aux conditions financières attribuent différentes pondérations aux évolutions sur les marchés financiers et les signaux qu'ils émettent respectivement peuvent donc différer légèrement. Tandis que la hausse des rendements à long terme signale un durcissement des conditions, la vigueur du marché boursier et la légère dépréciation de l'euro vont dans le sens d'un assouplissement.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance monétaire demeure soutenue – le taux de croissance annuel de l'agrégat large (M3) ressortant à 12,5 % en janvier 2021 – dans un contexte marqué par les importants achats d'actifs réalisés par l'Eurosystème, qui restent la principale source de création monétaire. L'agrégat monétaire étroit M1 continue d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. La dynamique monétaire à court terme reste également soutenue. Le flux mensuel de janvier a été plus modéré et résulte dans une large mesure de composantes plus volatiles. La croissance des prêts bancaires consentis aux sociétés non financières a continué de se ralentir dans l'ensemble des pays, comme le reflètent les flux mensuels. Le ralentissement de la croissance des prêts reflète les importants coussins de liquidité des entreprises mais également un report persistant de l'investissement fixe et un durcissement perçu des critères d'octroi. Les taux appliqués par les banques aux prêts consentis aux entreprises demeurent proches de leurs points bas historiques, reflétant la poursuite de la transmission de l'orientation accommodante de la politique monétaire. Toutefois, la baisse des taux nominaux dans la zone euro tout au long de 2020 a été contrebalancée par une baisse des anticipations d'inflation sur la majeure partie de cette période, maintenant les taux réels au-dessus de leurs niveaux observés avant la pandémie.

S'agissant des politiques budgétaires, d'après les projections de mars 2021, le déficit budgétaire pour 2020 devrait être moins élevé que prévu dans les projections de décembre 2020, en raison de l'amélioration des évolutions économiques et d'un besoin de soutien moins important que prévu précédemment. Comme cela a été partiellement anticipé, une importante relance additionnelle est prévue pour 2021, face aux nouvelles mesures de confinement. Néanmoins, le solde budgétaire devrait s'améliorer sur l'horizon de projection – revenant d'un déficit de 7,2 % en 2020 à un déficit de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

2,4 % en 2023. Cela reflète non seulement le retrait du soutien budgétaire résultant de la levée progressive des mesures liées à la pandémie mais également le jeu des stabilisateurs automatiques ainsi que les améliorations liées au bas niveau des taux d'intérêt.

## Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a noté que, même si la situation économique générale devrait s'améliorer en 2021, l'incertitude demeure élevée dans la zone euro, en raison notamment de la persistance de taux élevés de contamination à la COVID-19, de la diffusion de variants du virus et du rythme des campagnes de vaccination. Bien que le rebond de la demande mondiale et les mesures de relance budgétaire supplémentaires soutiennent l'activité mondiale et domestique, les perspectives économiques à court terme demeurent moroses.

Abstraction faite de cette faiblesse à court terme, l'activité économique de la zone euro devrait s'accélérer dans le courant de l'année. À moyen terme, la reprise de l'économie de la zone euro devrait être soutenue par des conditions de financement favorables, une orientation budgétaire expansionniste et un regain de la demande, avec la levée progressive des mesures d'endiguement. Dès lors, les projections de mars 2021 réalisées par les services de la BCE tablent sur un rebond de la croissance à 4,0 % en 2021 et à 4,1 % en 2022 avant une stabilisation à 2,1 % en 2023.

Les risques entourant les perspectives de croissance à moyen terme de la zone euro sont devenus plus équilibrés, même si des risques à la baisse subsistent à court terme. D'une part, l'amélioration des perspectives pour l'économie mondiale, favorisée par d'importantes mesures de relance budgétaire, et les progrès dans les campagnes de vaccination sont encourageants. D'autre part, la persistance de la pandémie – notamment la diffusion de variants du virus – et ses implications pour les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale a fortement augmenté pour s'établir à 0,9 % en janvier et en février 2021 (après - 0,3 % en décembre 2020), principalement en raison d'une accentuation de la hausse des prix de l'énergie et de plusieurs facteurs idiosyncratiques. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent modérées dans le contexte d'une demande atone et d'une importante sous-utilisation des capacités sur les marchés du travail et des biens et services. Les mesures tirées d'enquêtes et les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme sont restés à de bas niveaux (au regard de l'objectif d'inflation que s'est fixé le Conseil des gouverneurs), même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter progressivement. Pour l'avenir, l'inflation devrait s'accélérer temporairement pour atteindre 2,0 % vers la fin de l'année. Les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE tablent sur une hausse moyenne de l'IPCH de 1,5 % en 2021, 1,2 % en 2022 et 1,4 % en 2023.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Le principal sujet abordé concernant les marchés financiers mondiaux et ceux de la zone euro a été la hausse continue des taux sans risque à long terme et des rendements des obligations souveraines. Dans le contexte général d'une approche holistique et multi-facettes de l'évaluation des conditions de financement (couvrant l'intégralité de la chaîne de transmission de la politique monétaire), les évolutions des taux sans risque et des rendements souverains s'avèrent particulièrement pertinentes. Premièrement, ces taux de marché pourraient être plus directement influencés par les mesures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, notamment ses achats d'actifs. Deuxièmement, les taux sans risque et les rendements souverains représentent des indicateurs avancés des conditions de financement aux derniers stades de la transmission. Ils constituent des taux de référence essentiels utilisés dans la valorisation d'autres instruments des marchés de capitaux, comme les obligations du secteur privé et les obligations bancaires, et dans la valorisation des prêts bancaires aux ménages et aux entreprises. Dès lors, les chocs trouvant leur origine sur les marchés des obligations sans risque et des obligations souveraines tendent à se propager le long de la chaîne de transmission et à influencer les indicateurs des conditions de financement situés en aval avec un décalage. En conséquence, les évolutions des taux sans risque et des rendements des obligations souveraines, qui sont mesurables en temps réel, peuvent alerter sur les évolutions potentielles aux derniers stades de la chaîne de transmission avec un décalage.

En décembre, le Conseil des gouverneurs s'était engagé à préserver des conditions de financement favorables durant la période de pandémie et à éviter tout resserrement incompatible avec une neutralisation du choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Une hausse forte et durable des taux de marché qui provoquerait un durcissement prématuré des conditions de financement pour tous les secteurs de l'économie pourrait remettre en question cet engagement, notamment dans le contexte de perspectives d'évolution de l'inflation largement inchangées, telles qu'elles ressortent des projections de mars établies par les services de la BCE.

Sur la base d'une évaluation conjointe du caractère favorable des conditions de financement actuelles et des perspectives d'inflation, M. Lane a proposé que les achats nets au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) au cours du trimestre à venir soient réalisés à un rythme nettement plus élevé que durant les premiers mois de l'année. Cette proposition est conforme à l'engagement du Conseil des gouverneurs de recalibrer les achats au titre du PEPP, de façon adéquate, afin de préserver des conditions de financement favorables pour contribuer à contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. Le rythme mensuel des achats continuera d'être décidé avec souplesse en fonction des conditions de marché.

Le Conseil des gouverneurs réexaminera le rythme des achats selon une périodicité trimestrielle lors de ses réunions de politique monétaire, sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation. Si la situation permet que des conditions de financement favorables (compte tenu des perspectives d'inflation) puissent être préservées avec un rythme d'achat



plus lent, le Conseil des gouverneurs pourra réduire le rythme des achats. De même, le Conseil des gouverneurs pourra toujours accélérer le rythme des achats si cela s'avère nécessaire pour préserver des conditions de financement favorables. En outre, la flexibilité caractérisant ces achats, dans le temps, et pour les différentes catégories d'actifs et les différentes juridictions, continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire.

La proposition d'augmentation significative du rythme des achats au titre du PEPP constitue une réponse proportionnée aux risques que fait peser la hausse des taux de marché sur les conditions de financement plus larges et, ainsi, en définitive, sur le mandat de maintien de la stabilité des prix. Des modifications significatives et durables des taux de marché, si elles n'étaient pas maîtrisées, pourraient entraîner un retrait prématuré de la relance monétaire à un moment où le maintien de conditions de financement favorables s'avèrerait encore nécessaire pour soutenir l'activité économique et préserver la stabilité des prix à moyen terme. La souplesse de mise en œuvre des achats d'actifs est un instrument de politique monétaire adapté qui demeure plus efficace que d'autres outils pour préserver des conditions de financement favorables dans l'environnement actuel de pandémie caractérisé par une incertitude élevée. Les avantages des achats d'actifs pour l'accomplissement du mandat de la BCE de maintien de la stabilité des prix dépassent nettement là encore de potentiels effets négatifs sur d'autres secteurs de la politique économique.

Il était également nécessaire que le Conseil des gouverneurs rappelle qu'il se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. Il convenait de le souligner dans la communication à destination du public, tout en réaffirmant les indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs de la BCE et sur les programmes d'achats d'actifs.

## 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 des perspectives économiques actuelles pour la zone euro ainsi que des risques pesant sur l'activité économique présentée par M. Lane dans son introduction. Si la situation économique globale devrait s'améliorer en 2021, l'incertitude persiste s'agissant des perspectives économiques à court terme, en particulier en ce qui concerne la dynamique de la pandémie et la rapidité des campagnes de vaccination. Le rebond de la demande mondiale et les mesures budgétaires

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

supplémentaires soutiennent l'activité dans le monde et dans la zone euro, mais les niveaux toujours élevés des taux d'infection à la COVID-19, la diffusion de variants du virus, ainsi que l'élargissement et le durcissement associés des mesures d'endiguement pèsent sur l'activité économique de la zone euro à court terme. Pour la période à venir, les campagnes de vaccination en cours et l'assouplissement graduel prévu des mesures d'endiguement confortent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique au cours de 2021. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois, sous l'effet principalement de plusieurs facteurs transitoires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie, mais les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent modérées dans un contexte de demande atone et de sous-utilisation importante des capacités sur les marchés du travail et des biens et services.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation de M. Lane selon laquelle la reprise économique à l'échelle mondiale en 2020 a été plus rapide que prévu et les perspectives se sont améliorées dans le contexte des vaccinations en cours et des effets d'apprentissage sur la façon de vivre avec la pandémie. L'attention a été attirée sur le fait que le plan de relance budgétaire supplémentaire américain (qui fait partie du plan de sauvetage américain de l'Administration Biden, ou « plan Biden ») n'avait pas été intégré dans les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, car il n'était pas encore transposé dans la législation au moment de leur finalisation. Cela a été vu comme un risque à la hausse pour les perspectives économiques mondiales et, par conséquent, de la zone euro, comme intégré dans les projections des services de la BCE. En même temps, on a fait valoir que l'impact du plan Biden et ses conséquences en matière de taux de change EUR/USD dépendent du type de modèle macro en économie ouverte considéré et qu'il est difficile d'en quantifier les retombées.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, le PIB en volume a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre 2020, après un fort rebond au troisième trimestre. Les données économiques, les résultats d'enquêtes et les indicateurs à haute fréquence disponibles vont dans le sens d'une atonie persistante de l'économie au premier trimestre 2021, sous l'effet de la poursuite de la pandémie et des mesures d'endiguement associées. Le PIB en volume devrait donc de nouveau se contracter au cours du premier trimestre, mais devrait ensuite se redresser fermement au cours de l'année. Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont généralement approuvé le scénario de référence pour la croissance économique intégré dans les projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE et ont souligné qu'il était globalement inchangé par rapport aux projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème. Des nuances ont toutefois été exprimées.

D'une part, il a été souligné que la croissance du PIB en volume a été sous-estimée de façon répétée au cours des différents trimestres de l'année dernière, ce qui témoigne d'une économie plus résistante que prévu. Il a été avancé qu'au-delà du court terme, il pourrait y avoir des raisons d'adopter une

vision plus optimiste que celle des services de la BCE quant aux perspectives à moyen terme si, par exemple, les hypothèses concernant l'évolution du taux d'épargne se révélaient trop prudentes. Il existe d'autres raisons d'être plus optimiste : l'adoption par le Congrès des États-Unis du plan Biden, dont l'impulsion budgétaire exercera un effet positif sur la croissance économique dans la zone euro, comme le montre l'analyse réalisée par les services de la BCE ; et le renforcement du commerce international et, plus largement, de l'activité mondiale conjugué à une amélioration, par rapport à la situation de décembre, de la confiance quant à la trajectoire au-delà de l'urgence pandémique.

D'autre part, il a été souligné que, par rapport aux projections de décembre, la hausse des prévisions relatives au niveau d'activité pour la période à venir reflète essentiellement un acquis de croissance lié aux dégradations antérieures des données. Il a également été noté que les projections pour le premier trimestre 2021 ont été révisées à la baisse, contrebalançant largement les résultats meilleurs que prévu du quatrième trimestre 2020. Une certaine prudence a été exprimée quant au fait que la croissance du PIB en volume au premier trimestre pourrait être plus faible que prévu dans les projections de mars, même si cette détérioration pourrait ensuite être compensée par un rebond proportionnellement plus fort au cours des trimestres suivants.

Les membres du Conseil ont souligné l'incertitude qui entoure les perspectives de croissance à court terme. Le scénario de référence continue de dépendre de l'évolution de la pandémie et bien que l'incertitude se soit atténuée, elle reste élevée. Il a été fait référence à la lenteur du rythme de vaccination par rapport à d'autres parties du monde. Des questions ont été soulevées quant au caractère réaliste de l'hypothèse selon laquelle les mesures d'endiguement seront allégées dès le deuxième trimestre et il a été souligné que, selon l'évolution de la pandémie, l'activité pourrait rester atone pendant une grande partie du deuxième trimestre et au-delà.

Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que la véritable situation du secteur des entreprises et de celui des ménages ne deviendrait apparente qu'après la suppression progressive des dispositifs publics de soutien et de garantie mis en place en réponse à la pandémie. Ces inquiétudes sont notamment liées au risque de faillites et à leur impact sur les bilans des banques. L'apparition potentielle de rétroactions amplificatrices de nature financière pourrait alors également affecter les perspectives économiques à moyen terme. Il a également été rappelé que les évolutions économiques continuent d'être inégales selon les secteurs, les mesures d'endiguement ayant plus durement affecté le secteur des services que le secteur manufacturier.

S'agissant du secteur des ménages de la zone euro, il a été fait référence à l'hypothèse retenue dans le scénario de base des projections établies par les services de la BCE selon laquelle le taux d'épargne reviendrait progressivement à son niveau d'avant la crise, mais sans résorption substantielle du surplus d'épargne accumulé pendant la période de pandémie. Il a été indiqué que cette hypothèse pourrait être trop prudente et qu'elle impliquerait des risques à la hausse pour la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

croissance si les motifs de précaution n'avaient pas joué de rôle significatif et que le montant élevé d'épargne accumulée reflétait simplement un manque d'opportunités en matière de dépenses. Cela dénote un potentiel considérable d'expression de la demande latente une fois que les mesures d'endiguement seront assouplies. Dans le même temps, il a été souligné que les pays de la zone euro sont assez hétérogènes et que les vulnérabilités liées à la dette, qui existaient dans une certaine mesure avant la pandémie, se sont accentuées. Il est donc concevable que le taux d'épargne demeure plus élevé qu'auparavant, reflétant ainsi une prudence accrue et des besoins futurs de désendettement. De plus, il a été souligné que des risques persistent que le taux de chômage se révèle plus élevé que prévu si les emplois ne peuvent être préservés une fois les dispositifs actuels de maintien de l'emploi arrivés à échéance.

Dans leur évaluation de la balance des risques, les membres du Conseil ont de nouveau insisté sur la dichotomie entre les risques élevés qui continuent de peser sur les perspectives économiques à court terme et des évolutions plus positives à moyen terme. Si le degré d'incertitude reste élevé, il a été jugé comme étant moins important que lors des projections de décembre. Il a été noté que la dynamique des marchés financiers suggère des perspectives plutôt positives. Il a été souligné que certains risques à la baisse vus comme prévalant en décembre ont depuis lors été pris en compte dans une révision à la baisse de la croissance au premier trimestre 2021, tandis que d'autres risques se sont réduits quand le processus de vaccination s'est amorcé. De plus, il existe des facteurs, tels que les mesures budgétaires du plan Biden, qui impliquent clairement des risques à la hausse pour les projections établies par les services de la BCE. Par conséquent, même si la pandémie continue d'impliquer des risques à la baisse, la balance des risques se déplace désormais et devient plus équilibrée, voire commence à s'orienter positivement, après avoir été orientée négativement au moment de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue en décembre et avoir enregistré quelques améliorations au moment de la réunion des 20 et 21 janvier.

Globalement, les membres du Conseil ont jugé que les risques entourant les perspectives de croissance à moyen terme de la zone euro sont devenus plus équilibrés, même si des risques à la baisse subsistent à court terme. D'un côté, l'amélioration des perspectives de demande mondiale, renforcées par l'importante relance budgétaire, et les progrès dans les campagnes de vaccination sont encourageants. De l'autre, la poursuite de la pandémie, notamment la diffusion de variants du virus, et ses implications pour les conditions économiques et financières restent des sources de risque à la baisse.

S'agissant des politiques budgétaires, une orientation ambitieuse et concertée a de nouveau été jugée comme demeurant essentielle compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro. À cette fin, le soutien apporté par les politiques budgétaires nationales continue de se justifier, compte tenu de l'atonie de la demande émanant des entreprises et des ménages, qui résulte de la poursuite

de la pandémie et des mesures d'endiguement associées. Cependant, les mesures budgétaires prises face à l'urgence de la pandémie doivent, autant que possible, rester temporaires et ciblées par nature pour lutter efficacement contre les vulnérabilités et soutenir une reprise rapide.

Le rôle essentiel joué par le plan « *Next Generation EU* » et l'importance de sa mise en œuvre opérationnelle sans délai ont été soulignés. Les États membres ont été invités à veiller à une ratification rapide de la décision relative aux ressources propres, à finaliser promptement leurs plans de relance et de résilience et à allouer les fonds à des dépenses publiques productives en menant en parallèle des politiques structurelles de renforcement de la productivité. Le plan « *Next Generation EU* » pourrait ainsi contribuer à une reprise plus rapide, plus forte et plus uniforme et accroître la capacité de résistance et le potentiel de croissance des économies des États membres, soutenant ainsi l'efficacité de la politique monétaire dans la zone euro. Ces politiques structurelles sont particulièrement importantes pour remédier aux faiblesses structurelles et institutionnelles de longue date et accélérer les transitions écologique et numérique. Dans ce contexte, il a été souligné que lorsque l'on considère la relance budgétaire aux États-Unis, il convient de garder à l'esprit que de nouvelles mesures de relance budgétaire sont également en préparation dans les pays de la zone euro et que les fonds liés au fonds de relance « *Next Generation EU* » n'ont pas encore été décaissés.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La variation annuelle de l'IPCH pour la zone euro a fortement augmenté, s'établissant à 0,9 % en janvier et février 2021, après - 0,3 % en décembre 2020. Ce regain de l'inflation totale reflète plusieurs facteurs idiosyncratiques, comme la fin de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne, le report des périodes de soldes dans certains pays de la zone euro, les effets des variations plus sensibles qu'à l'accoutumée des pondérations de l'IPCH en 2021 ainsi que l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait encore s'accélérer au cours des prochains mois, mais une certaine volatilité est attendue. Le poids de ces facteurs sur les taux d'inflation annuels devrait s'estomper au début de l'année prochaine. Les tensions sous-jacentes sur les prix devraient légèrement augmenter cette année, en raison des contraintes d'offre et du redressement de la demande intérieure, tout en restant globalement modérées, traduisant également la faiblesse des tensions sur les salaires et l'appréciation antérieure de l'euro. Lorsque les effets de la pandémie s'estomperont, la résorption du niveau élevé de sous-utilisation des capacités productives dans l'économie, soutenue par une politique monétaire et des politiques budgétaires accommodantes, contribuera à une accélération graduelle de l'inflation à moyen terme.

Selon les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse pour 2021 et 2022, largement en raison de facteurs temporaires et de

l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie, et sont restées inchangées pour 2023. Même si les projections prévoyaient un renforcement progressif des tensions inflationnistes sous-jacentes, elles ont confirmé que les perspectives d'inflation à moyen terme restent largement inchangées par rapport aux projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème, et inférieures à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs.

Lors de l'examen des perspectives d'inflation, les membres du Conseil sont généralement convenus que la forte surprise à la hausse des dernières données relatives à l'IPCH et la révision à la hausse de l'inflation totale pour 2021 dans les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE étaient principalement dues à des facteurs temporaires dont on pouvait s'attendre à ce qu'ils disparaissent. Dans le même temps, il a été observé qu'il y avait eu une légère surprise à la hausse dans les dernières données relatives à l'IPCH, également après prise en compte des facteurs temporaires.

Il a été souligné que les perspectives à moyen terme de l'inflation totale dans les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE étaient globalement inchangées par rapport aux projections de décembre 2020 établies par les services de l'Eurosystème et restaient donc bien inférieures à l'objectif d'inflation du Conseil des gouverneurs et inférieures aux projections qui prévalaient juste avant le début de la pandémie. Dans le même temps, il a été rappelé que les retombées du paquet fiscal du plan Biden sur la zone euro n'avaient pas été prises en compte dans les projections actuelles d'inflation, mais qu'elles devraient entraîner une incidence à la hausse lorsqu'elles le seront dans les projections suivantes.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation, les mesures tirées d'enquêtes et les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à long terme sont demeurés faibles, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter progressivement. Il a été noté qu'une partie de cette tendance haussière pourrait refléter les anticipations d'inflation « importée » depuis l'extérieur de la zone euro, mais également que les anticipations d'inflation à long terme avaient augmenté plus fortement dans la zone euro qu'aux États-Unis depuis le début de l'année.

Les membres du Conseil ont également examiné les conséquences que la hausse temporaire attendue de l'inflation totale, à 2 % environ plus tard en 2021, pourrait avoir sur les anticipations d'inflation. D'une part, il a été suggéré qu'il pourrait y avoir une incidence à la hausse si les anticipations d'inflation étaient tournées vers le passé. D'autre part, il a été souligné que les agents économiques ne tiendraient probablement pas compte de la hausse temporaire de l'inflation. Toutefois, il a également été signalé que des contacts avec des entreprises indiquaient la perception d'une hausse de l'inflation dans un contexte de flambées des prix des matières premières, de goulets

d'étranglement au niveau de l'offre et d'augmentation des coûts de production. Cela justifie la poursuite d'un suivi attentif des évolutions des prix à la production.

S'agissant de l'analyse monétaire, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La forte croissance monétaire a continué d'être soutenue par les achats d'actifs actuellement effectués par l'Eurosystème, qui restent la plus importante source de création monétaire. En ce qui concerne les prêts au secteur privé, l'activité de prêt a été un peu plus faible avec les sociétés non financières et robuste avec les ménages. Une question a été soulevée au sujet du contenu informatif de la croissance monétaire pour l'inflation à moyen terme à un moment où les forces liées à la désinflation séculaire semblent encore peser sur le taux d'intérêt naturel et où la relation de la courbe de Phillips paraît s'être affaiblie. L'attention a été attirée sur les conséquences potentielles d'une pandémie prolongée pour la liquidité et la solvabilité des sociétés non financières, qui pourraient à terme entraîner des défaillances plus importantes, en particulier lorsque le soutien de l'État et les moratoires seront échus. Il a également été fait référence au durcissement des conditions du crédit attendu par les banques, selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire. La perspective d'une augmentation des prêts non performants dans le secteur bancaire risque de créer des mécanismes d'amplification financière, qui pourraient en fin de compte également assombrir les perspectives économiques à moyen terme et créer des risques pour la stabilité financière.

## Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation des conditions financières et de financement, les membres du Conseil sont largement convenus que les conditions de financement devaient être évaluées sur la base d'une appréciation holistique et multi-facettes d'indicateurs couvrant l'ensemble de la chaîne de transmission de la politique monétaire. Les taux d'intérêt sans risque à plus long terme et les rendements des obligations souveraines dans la zone euro ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs début décembre. Cela reflète, en partie, les répercussions des hausses des rendements obligataires américains sous l'effet de la relance budgétaire attendue aux États-Unis, ainsi que la hausse des prix des matières premières et l'amélioration des perspectives de croissance à l'échelle mondiale, à mesure de la diminution des nouvelles infections à la COVID-19 et des progrès des campagnes de vaccination. Bien qu'une amélioration des perspectives économiques aux États-Unis ait également entraîné des effets positifs sur la demande pour la zone euro, il a été observé que l'optimisme prévalant sur les marchés financiers, reflété par les stratégies de portefeuille basées sur un scénario d'accélération de la croissance et de l'inflation (« *reflation trades* »), semblait ne pas être partagé par les entreprises et les ménages, qui ont généralement conservé une attitude prudente.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En même temps, on a estimé que la hausse des rendements souverains était restée contenue et s'était dans une certaine mesure dissociée des évolutions observées aux États-Unis. En outre, les conditions de financement du secteur privé non financier sont demeurées globalement très favorables, également en raison du soutien important de la politique monétaire. Dans ce contexte, il a été souligné que le PEPP et la communication encourageante de la présidente et des membres du Conseil des gouverneurs avaient joué un rôle important, contribuant à freiner la hausse des rendements de la zone euro et à un découplage partiel face aux liquidations sur les marchés obligataires mondiaux.

Il a également été noté que ces hausses étaient intervenues à partir de niveaux très bas et que d'autres indicateurs des conditions de financement, tels que les taux débiteurs appliqués aux sociétés non financières et aux ménages, ainsi que les écarts de rendement des obligations souveraines et les écarts de crédit, demeuraient très accommodants. Toutefois, il a également été avancé que, si une approche holistique et multi-facettes pour évaluer le caractère favorable des conditions de financement tout au long de la chaîne de transmission de la politique monétaire était jugée appropriée, une attention particulière devait être accordée aux rendements souverains et aux taux d'intérêt sans risque, qui jouent un rôle essentiel dans les conditions de financement aux derniers stades de la chaîne de transmission. Dans ce contexte, il a été noté qu'une hausse des taux d'intérêt sans risque et des rendements souverains pondérés par le PIB devait être prononcée et persistante afin d'exercer une incidence significative sur les conditions plus larges de financement. Le rôle des opérations de refinancement à plus long terme ciblées, qui pourraient apporter une certaine protection aux banques contre d'éventuelles hausses des coûts du financement de marché, a également été souligné.

Les membres du Conseil sont convenus avec M. Lane qu'un fort stimulus monétaire demeurait nécessaire pour préserver des conditions de financement favorables au cours de la période de pandémie afin d'assurer une convergence durable de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné que l'évaluation des conditions de financement et des perspectives d'inflation devait être entreprise conjointement et que l'évaluation relative aux conditions de financement favorables devrait évoluer au fil du temps. Dans ses décisions de décembre, le Conseil des gouverneurs a mis l'accent sur la nécessité de contrer un durcissement injustifié et prématuré des conditions de financement, plutôt que sur la préservation d'un niveau donné. Il faut éviter une perception erronée selon laquelle le Conseil des gouverneurs s'engagerait dans une forme de contrôle implicite de la courbe des rendements. Toutefois, il a également été estimé que, tant que les perspectives d'inflation à moyen terme restaient insatisfaisantes, le Conseil des gouverneurs devait préserver des conditions de financement proches des niveaux favorables observés en décembre pour ramener l'inflation vers la trajectoire projetée avant la pandémie. Tout durcissement significatif des conditions de financement, indépendamment de la cause et de l'origine sous-jacentes, retarderait la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme. Dans ce contexte, il a été estimé que le Conseil des gouverneurs devait faire abstraction de la récente hausse de l'inflation et se concentrer plutôt sur l'insuffisance persistante de l'inflation par rapport à l'objectif du Conseil des gouverneurs. Toutefois, il a également été observé que les conditions de financement qui prévalaient en décembre 2020, ainsi que les projections d'inflation établies avant la pandémie, pourraient devenir moins pertinentes au fil du temps, à la lumière d'autres chocs qui se produiraient dans l'intervalle.

Dans ce contexte, bien que les risques pesant sur les perspectives économiques de la zone euro soient devenus plus équilibrés à moyen terme, le durcissement récent des conditions de financement a été généralement considéré comme prématuré pour la zone euro, qui se trouve encore dans une situation conjoncturelle plus faible que celle des États-Unis. Sur la base des projections de mars établies par les services de la BCE, les perspectives d'inflation et de croissance dans la zone euro sont demeurées largement inchangées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. Il a été largement admis qu'il fallait maintenir un degré d'accommodation élevé.

En même temps, il a été souligné que, pour évaluer le caractère favorable des conditions de financement, il était nécessaire de comprendre les facteurs sous-jacents à l'origine de la hausse des taux sans risque. Les rendements réels de la zone euro n'ont pas augmenté de manière significative depuis décembre et ont même diminué sur les échéances courtes, ce qui indique que le redressement des rendements nominaux reflète presque entièrement la réévaluation par les marchés des perspectives d'inflation. En outre, il a été avancé que la hausse des taux réels n'est pas nécessairement une source de préoccupation et ne doit pas déclencher d'intervention des autorités monétaires si elle reflète des perspectives de croissance plus élevées plutôt qu'une hausse des primes de terme réelles. Dans ce contexte, il a été observé que l'évaluation des évolutions des taux d'intérêt réels était sujette à une incertitude concernant la mesure des anticipations d'inflation pertinentes.

Au regard de l'engagement du Conseil des gouverneurs de maintenir des conditions de financement favorables, adopté lors de sa réunion de début décembre, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil pour considérer que les hausses récentes des taux sans risque et des rendements souverains pondérés par le PIB requièrent une accélération du rythme des achats dans le cadre du PEPP. Les rendements souverains à plus long terme étant l'une des principales variables utilisées pour évaluer les conditions de financement et témoignant de modifications futures d'autres composantes des conditions de financement, une augmentation significative du rythme des achats dans le cadre du PEPP pour les trois prochains mois a été largement considérée comme justifiée.

Au total, les membres du Conseil se sont largement prononcés en faveur de la proposition de M. Lane d'augmenter nettement le rythme des achats au titre du PEPP au cours du trimestre à venir par

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

rapport aux premiers mois de l'année. Une augmentation importante du rythme des achats pour les trois prochains mois a été considérée comme justifiée par le durcissement observé des conditions de financement et par l'absence d'une nette amélioration des perspectives de croissance et d'inflation. La proposition a également été jugée proportionnée au vu du mandat de la BCE, trouvant un équilibre entre un optimisme accru concernant les perspectives à moyen terme et l'incertitude considérable qui continue de prévaloir à plus court terme.

L'ampleur appropriée de l'augmentation du rythme des achats a également été examinée. Il a été souligné qu'afin de délivrer un message clair aux marchés sur la « fonction de réaction » du Conseil des gouverneurs, le volume des achats devait être significativement accru, comme proposé par M. Lane. Cela enverrait un signal fort que le Conseil des gouverneurs souhaitait aller à contre-courant du durcissement des conditions de financement. Toutefois, il a également été avancé qu'une augmentation plus modérée du rythme des achats reflèterait mieux l'évaluation de risques plus équilibrés pesant sur les perspectives économiques, compte tenu également des décisions précédentes où un rythme comparable avait été adopté alors que les conditions économiques étaient plus mauvaises. Même si les taux sans risque et les rendements pondérés par le PIB des obligations souveraines ont augmenté, il a été observé que cette évolution était principalement liée à une inflation anticipée plus élevée et à une amélioration des perspectives de l'économie mondiale. Dans ce contexte, il a été remarqué que le Conseil des gouverneurs devait éviter de donner l'impression d'être trop axé sur les rendements souverains ou de réagir mécaniquement à un ensemble d'indicateurs des conditions de financement. De plus, l'opinion a été émise que le durcissement pourrait ne pas être suffisamment important et durable pour affecter significativement les conditions de financement générales.

Dans l'ensemble, il a été largement reconnu que le rythme des achats devait tenir compte d'une évaluation conjointe du caractère favorable des conditions de financement actuelles et des perspectives d'inflation. Dès lors, un large consensus s'est dégagé parmi tous les membres autour de la proposition présentée par M. Lane, étant entendu que l'enveloppe totale du PEPP n'était pas remise en question dans les conditions actuelles et que le rythme des achats pourrait être réduit à l'avenir. Dans ce contexte, la flexibilité des achats dans le temps a été considérée comme essentielle pour réagir aux fluctuations des conditions financières selon les besoins au fil du temps. La décision d'accélérer significativement le rythme des achats montrera la volonté du Conseil des gouverneurs d'utiliser la flexibilité du programme, sans modifier son enveloppe globale ou sa durée. Cependant, l'enveloppe pourra aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contribuer à contrebalancer le choc négatif lié à la pandémie sur la trajectoire de l'inflation. De même, 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. Il a

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

été souligné que la flexibilité inhérente au PEPP est symétrique, ce qui implique que le rythme des achats peut être augmenté ou diminué en fonction des conditions de marché.

À plus long terme, les membres se sont accordés sur le fait que le Conseil des gouverneurs réaliserait une évaluation conjointe trimestrielle des conditions de financement et des perspectives d'inflation afin de déterminer le rythme des achats nécessaires pour maintenir des conditions de financement favorables. Dans le même temps, il a également été jugé important que, sur la période considérée, la flexibilité du rythme des achats continue d'être appliquée en fonction des conditions de marché.

S'agissant de la communication, il a été considéré comme essentiel que le Conseil des gouverneurs réaffirme qu'il se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie. Il était important de rassurer sur le fait que le Conseil des gouverneurs maintiendra une politique monétaire accommodante aussi longtemps que nécessaire et qu'il ne constate aucun risque de surchauffe dans la zone euro dans l'environnement actuel. Enfin, compte tenu de la forte contraction de l'économie de la zone euro et de la reprise inégale selon les secteurs, il a été jugé important de souligner la nécessité de maintenir le soutien apporté par les politiques budgétaires pour favoriser la reprise.

## Décisions de politique monétaire et communication

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

Premièrement, le Conseil des gouverneurs continuera d'effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), dont l'enveloppe totale est de 1 850 milliards d'euros, au moins jusqu'à fin mars 2022 et, dans tous les cas, jusqu'à ce qu'il juge que la crise du coronavirus est terminée. Sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs prévoit que le rythme des achats au titre du PEPP sera nettement augmenté au cours du trimestre à venir par rapport aux premiers mois de l'année.

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

entièrement utilisée. De la même façon, l'enveloppe pourra aussi être recalibrée si cela s'avère nécessaire au maintien de conditions de financement favorables pour contrebalancer le choc négatif exercé par la pandémie sur la trajectoire de l'inflation.

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

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

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

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

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera de fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) demeure, pour les banques, une source intéressante de financement et soutient donc l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

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

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

## Déclaration introductive

[Déclaration introductive lors de la conférence de presse du 11 mars 2021](#)

## Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 10-11 mars 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

M. Vasiliauskas\*

M. Vasle

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. Villeroy de Galhau

M. Visco

M. Weidmann\*

M. Wunsch

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

### **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. Aucremanne

M. Bradeško

Mme Buch

M. Demarco

Mme Donnery

M. Gaiotti

Mme Goulard

M. Haber

M. Kaasik

M. Kuodis

M. Kyriacou

M. Lünemann

M. Novo

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. Ódor  
M. Rutkaste  
M. Sleijpen  
M. Tavlás  
M. Välimäki

**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 vendredi 14 mai 2021.