



Réunion du 7 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 7 juillet 2021

Conclusions de l'évaluation stratégique 2020-2021 de la BCE

Dans son introduction, la présidente est revenue sur l'évaluation stratégique menée par le Conseil des gouverneurs au cours des 18 derniers mois, processus qui a bénéficié d'un immense effort collectif de la part des services de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) de la zone euro. Sur la base de la principale mission de la BCE, qui consiste à maintenir la stabilité des prix, l'évaluation a permis au Conseil des gouverneurs de reconsidérer ses convictions, d'échanger avec de nombreuses parties prenantes, de réfléchir, de discuter et de trouver un accord sur la mise à jour de sa stratégie. La nouvelle stratégie, qui donnera lieu à une « Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE » pour publication sur le site internet de la BCE, forme une base solide qui guidera le Conseil des gouverneurs dans la conduite de sa politique monétaire au cours des années à venir.

La présidente a ensuite présenté plus en détail les principaux éléments de la nouvelle stratégie. Le Conseil des gouverneurs juge que l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste la mesure des prix appropriée pour évaluer la réalisation de l'objectif de stabilité des prix. Dans le même temps, les citoyens européens ont demandé une plus grande prise en compte des coûts des logements dans l'IPCH. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs a recommandé une feuille de route pour l'inclusion des coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH, tout en reconnaissant cependant que ce projet, mené par Eurostat, prendrait plusieurs années. Durant la période de transition, l'IPCH actuel reste le principal indice de référence pour la politique monétaire, mais les estimations initiales des coûts des logements occupés par leur propriétaire joueront un rôle complémentaire parallèlement à l'éventail de mesures plus larges de l'inflation et permettront au Conseil des gouverneurs d'évaluer la contribution des coûts des logements à l'inflation.

Afin de clarifier l'objectif de stabilité des prix, et dans le but d'améliorer l'ancrage des anticipations d'inflation, le Conseil des gouverneurs a décidé de modifier sa formulation. Le Conseil des gouverneurs estime que viser une inflation de 2 % à moyen terme est le meilleur moyen de maintenir

la stabilité des prix. Une cible d'inflation de 2 % est cohérente avec les définitions standard de la stabilité des prix et offre une marge de sécurité suffisante pour préserver l'efficacité de la politique monétaire face à des chocs désinflationnistes et se prémunir contre le risque de déflation.

La formulation d'une cible quantitative spécifique est claire et facile à communiquer et constitue, par conséquent, un ancrage fort pour les anticipations d'inflation, condition essentielle au maintien de la stabilité des prix. Elle remplacera la formulation double, c'est-à-dire une définition de la stabilité des prix sous la forme d'une fourchette de taux d'inflation positifs inférieurs à 2 % et, dans le cadre de cette fourchette, un objectif d'inflation inférieur à, mais proche de 2 %. La formulation précédente, largement considérée comme excessivement compliquée, a parfois donné lieu à des perceptions erronées des aspirations de la BCE. La nouvelle formulation lève toute ambiguïté possible et indique clairement que 2 % n'est pas un plafond. L'engagement du Conseil des gouverneurs autour de la cible de 2 % est symétrique. La symétrie signifie que le Conseil des gouverneurs considère comme également indésirables des écarts positifs ou négatifs de l'inflation par rapport à la cible.

Pour préserver le caractère symétrique de sa cible d'inflation, le Conseil des gouverneurs reconnaît qu'il est important de prendre en compte les conséquences du plancher effectif des taux d'intérêt nominaux. En particulier, lorsque ces taux tendent à être bas sur l'ensemble du cycle d'activité, comme c'est le cas actuellement, l'économie est proche du niveau plancher. Les épisodes au cours desquels le taux directeur est contraint par ce niveau plancher sont souvent associés à des pressions désinflationnistes. Pour remédier à cette situation, des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses et ancrées dans la durée sont nécessaires afin d'éviter que des écarts négatifs par rapport à l'objectif d'inflation ne prennent un caractère persistant. Dans ces conditions, face à d'importants chocs défavorables, la réponse de politique monétaire du Conseil des gouverneurs comportera, sur la base appropriée d'une analyse de proportionnalité approfondie, des mesures de politique monétaire particulièrement vigoureuses. En outre, lorsque les taux sont plus proches de leur niveau plancher, une utilisation plus prolongée des instruments de politique monétaire de la BCE peut également être nécessaire. Cela peut aussi se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement au-dessus de l'objectif.

La nouvelle stratégie confirmera l'orientation à moyen terme de la politique monétaire de la BCE qui, depuis la création de cette dernière, constitue un principe important de la stratégie. Le Conseil des gouverneurs reconnaît que la politique monétaire ne peut ni ne doit tenter de procéder à un réglage fin des évolutions à court terme de l'inflation. La politique monétaire influe sur l'économie avec des décalages variables. L'orientation à moyen terme permet au Conseil des gouverneurs d'être prospectif et de réagir avec flexibilité aux fluctuations de la production et de l'inflation. La flexibilité est importante, dans la mesure où la réponse de politique monétaire appropriée dépend des circonstances ainsi que de la source, de l'ampleur et de la persistance des chocs qui frappent l'économie. Une orientation à moyen terme permet également au Conseil des gouverneurs de tenir

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

compte d'autres considérations pertinentes pour la poursuite de son objectif de stabilité des prix. L'emploi, les risques pour la stabilité financière et le changement climatique figurent parmi les domaines qui ont fait l'objet d'une évaluation très approfondie dans le cadre de l'évaluation stratégique.

Le Conseil des gouverneurs a également examiné de près le caractère approprié des outils dont il dispose dans sa panoplie d'instruments de politique monétaire. L'ensemble des taux d'intérêt directeurs de la BCE – le taux des opérations principales de refinancement, le taux de la facilité de dépôt et le taux de la facilité de prêt marginal – reste clairement son principal instrument. Mais, dans un environnement de bas niveau des taux d'intérêt dans lequel les taux directeurs risquent davantage d'atteindre le niveau plancher et d'y demeurer, le Conseil des gouverneurs continuera de recourir aux autres instruments lorsque cela s'avère nécessaire. Le guidage prospectif des taux d'intérêt (*forward guidance*), les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme ont permis, au cours des dix dernières années, d'atténuer les contraintes liées au niveau plancher des taux d'intérêt nominaux et resteront une partie intégrante de la panoplie d'outils de la BCE, qui pourront être utilisés de manière appropriée.

Le Conseil des gouverneurs a également mené une réflexion relative au cadre analytique de la BCE et y a introduit d'importantes modifications. Ce cadre constitue le fondement des décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, y compris de l'évaluation régulière de la proportionnalité de ses mesures quant à leur efficacité, leur efficacité et leurs effets secondaires. Historiquement, la BCE est connue pour ses « deux piliers », qui identifient les risques pesant sur la stabilité des prix de deux points de vue différents : l'« analyse économique » et l'« analyse monétaire ». Elle effectue un recoupement de ces deux sources de risques pour la stabilité des prix et forme une évaluation globale. La nouvelle stratégie confirme l'utilité de ces deux domaines spécialisés d'analyse de l'économie mais, dans un contexte marqué par les multiples canaux de rétroaction des sphères monétaire et financière vers l'économie au sens large (et inversement), elle reconnaît également la nécessité d'une analyse intégrée. La nouvelle évaluation intégrée s'appuie sur l'évolution que les analyses économique et monétaire ont connues au fil du temps. L'analyse monétaire est de plus en plus axée sur l'évaluation de la transmission des mesures de politique monétaire ainsi que sur les risques que font peser les déséquilibres financiers sur la stabilité des prix. Cependant – en raison d'un affaiblissement du lien entre agrégats monétaires et inflation – le thème initialement central de l'analyse monétaire est devenu moins important. Dans le même temps, la crise financière mondiale a mis en évidence le rôle central des liens macrofinanciers, soulignant encore plus la nécessité d'une analyse intégrée.

Le changement climatique constitue un défi existentiel pour le monde, et il revêt une importance stratégique pour le mandat de la BCE. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs prendra

explicitement en compte l'incidence du changement climatique et de la transition vers une économie sobre en carbone dans sa nouvelle stratégie. En outre, le Conseil des gouverneurs approuvera un plan d'action ambitieux, tel que décrit dans le communiqué de presse spécifique. Ce plan d'action recouvre plusieurs domaines clés. Premièrement, la BCE va accroître ses capacités d'analyse dans le domaine de la modélisation macroéconomique et mettre au point des indicateurs statistiques ainsi que de nouveaux outils afin d'évaluer les effets du changement climatique sur la transmission de la politique monétaire et la stabilité des prix. Deuxièmement, elle va imposer des exigences de communication relatives à la viabilité environnementale comme critère d'éligibilité des garanties et pour les achats d'actifs. Troisièmement, elle va adapter son cadre d'évaluation des risques, ses achats d'actifs du secteur des entreprises ainsi que son dispositif d'évaluation du collatéral pour tenir compte des risques liés au climat.

Au cours de l'évaluation stratégique, le Conseil des gouverneurs a également examiné la question de la communication de la politique monétaire de la BCE. Les consultations directes « À votre écoute » lui ont permis d'appréhender la manière dont ses politiques influent sur la vie des citoyens européens ainsi que leur souhait de mieux comprendre ces politiques. La précédente évaluation stratégique ayant été menée en 2003, bien avant l'existence des smartphones, il semblait très souhaitable de renforcer la communication de la BCE avec le monde extérieur. Plusieurs changements seront adoptés au cours des prochaines semaines, en lien avec la communication régulière. Par exemple, une déclaration de politique monétaire nouvelle, plus descriptive et plus concise remplacera la déclaration introductive lors des conférences de presse relatives à la politique monétaire. Par ailleurs, la communication de politique monétaire, plus visuelle et plus accessible, sera davantage axée sur le grand public. Se fondant sur les résultats probants des consultations « À votre écoute », le Conseil des gouverneurs continuera d'interagir de façon régulière avec le public via des événements de sensibilisation organisés par l'Eurosystème.

L'évaluation stratégique de 2020-2021 a été menée 18 années après la précédente. Pour l'avenir, dans un monde en évolution rapide, le Conseil des gouverneurs ne pourra pas attendre encore 18 années avant d'entreprendre la prochaine évaluation stratégique. Un cycle d'évaluation régulier, avec une réévaluation périodique par le Conseil des gouverneurs du caractère approprié de sa politique monétaire, garantira que la stratégie continue de répondre aux objectifs fixés. Il contribuera également à renforcer la transparence et la responsabilité de la BCE vis-à-vis des citoyens européens. La prochaine évaluation devrait être menée en 2025.

Au cours des discussions qui ont eu lieu par la suite, les membres du Conseil ont salué les excellents travaux préparatoires ainsi que la documentation de référence fournie par les différents services. Les travaux bien équilibrés et approfondis sur lesquels s'appuie cette évaluation constituent une base solide pour la mise en œuvre des points approuvés. Les membres du Conseil ont également salué

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'initiative de la présidente de mener cette évaluation ainsi que le rôle de M. Lane, qui a guidé et dirigé les travaux. La collaboration fructueuse entre la BCE et les BCN a été soulignée et il a été suggéré qu'elle serve de modèle pour des projets ou groupes de travail futurs.

Il a été souligné que la nouvelle stratégie devait être considérée comme une évolution de la stratégie initiale, en place depuis 1998 et clarifiée en 2003. La stratégie initiale a été très utile pour la BCE mais il a fallu l'actualiser pour tenir compte des profonds changements structurels que l'économie de la zone euro a connus entretemps. Il faut également souligner que le développement de la stratégie existante a bénéficié d'une analyse menée par les services de la BCE et des BCN, qui a contribué à l'évaluation stratégique. Dans le même temps, de nombreux travaux de recherche menés au cours des dernières années ont permis de synthétiser les expériences acquises dans le cadre de la stratégie précédente et de les fondre dans la nouvelle stratégie qui guidera désormais les décisions du Conseil des gouverneurs, garantissant ainsi la cohérence dans la conduite de la politique monétaire de la BCE.

Les membres du Conseil ont approuvé à l'unanimité la nouvelle formulation de l'objectif de stabilité des prix de la BCE. Une cible d'inflation de 2 % est considérée comme conforme aux pratiques internationales et comme permettant un équilibre approprié entre le fait d'éviter le coût social d'une inflation trop élevée et le maintien d'une marge de manœuvre suffisante pour la politique monétaire face à des chocs défavorables. La formulation symétrique de l'objectif confirmera et renforcera la crédibilité de l'engagement du Conseil des gouverneurs envers la symétrie, comme communiqué lors de ses précédentes décisions de politique monétaire. Il a également été reconnu que l'existence d'un plancher effectif des taux d'intérêt nominaux nécessitait une réaction particulièrement vigoureuse et ancrée dans la durée face à d'importants chocs défavorables, ce qui peut également se traduire par une période transitoire d'inflation légèrement supérieure à 2 %. Si l'ensemble des taux directeurs de la BCE demeure le principal instrument du Conseil des gouverneurs, la *forward guidance*, les achats d'actifs et les opérations de refinancement à plus long terme resteront une partie intégrante de la panoplie d'outils de la BCE, qui pourront être utilisés de manière appropriée et sur la base d'évaluations approfondies de la proportionnalité, y compris l'analyse des bénéfices et des possibles effets secondaires des mesures de politique monétaire. Ces évaluations de la proportionnalité prennent également en compte l'incertitude relative à l'efficacité et aux effets secondaires des instruments de politique monétaire, ainsi que les risques de désancrage des anticipations d'inflation à plus long terme par rapport à la cible de 2 %.

S'agissant de la mesure de l'inflation, l'IPCH est considéré comme la meilleure mesure disponible des prix en raison de sa qualité et de sa disponibilité rapide. Toutefois, en se fondant sur les retours des événements de sensibilisation menés par l'Eurosystème, il a été jugé que des efforts supplémentaires devaient être faits pour incorporer les coûts des logements occupés par leur propriétaire dans l'IPCH.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

L'approche par la valeur d'acquisition nette est considérée comme la méthode privilégiée pour inclure ces coûts. Les membres du Conseil sont très satisfaits des travaux menés dans ce domaine par le Système statistique européen et ont recommandé une feuille de route en quatre étapes pour l'inclusion de l'intégralité de ces données dans l'IPCH. Il a été souligné que, durant la période de transition, l'IPCH actuel resterait le principal indice de référence pour la politique monétaire. Il a également été noté que la composante consommation – et non investissement – relative aux logements occupés par leur propriétaire était la composante clé, le Conseil des gouverneurs n'ayant pas l'intention de cibler les prix des actifs.

S'agissant du plan d'action lié au climat, il a été souligné que le changement climatique influait sur la principale mission de la BCE via divers canaux. Bien que la principale responsabilité dans la lutte contre le changement climatique incombe aux gouvernements, la BCE est tenue d'apporter une contribution dans le cadre de son mandat. Les membres du Conseil ont approuvé le plan d'action proposé et se sont engagés à continuer d'intégrer les questions liées au changement climatique dans le cadre de politique monétaire de la BCE ; à accroître ses capacités d'analyse relatives au changement climatique dans les domaines de la modélisation macroéconomique, des statistiques et de la politique monétaire ; à inclure les considérations liées au changement climatique dans ses opérations de politique monétaire pour ce qui relève de la communication, de l'évaluation des risques, du dispositif de garanties et des achats de titres du secteur des entreprises ; à mettre en œuvre le plan d'action au rythme des progrès des politiques et initiatives de l'Union européenne en rapport avec la déclaration et la communication relatives à la viabilité environnementale

S'agissant de la communication, l'engagement auprès du public et l'intérêt de ce dernier dans la politique monétaire de la BCE sont considérés comme un atout majeur. L'intérêt pour la politique monétaire exprimé par les citoyens est considéré comme un encouragement pour le Conseil des gouverneurs à poursuivre les efforts d'explication de ses décisions de politique monétaire, d'une manière qui soit accessible pour l'ensemble du public. Alors que la conférence de presse du 8 juillet annoncera les résultats de l'évaluation, la mise en œuvre des changements prévus sera visible dans la communication suivant la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 21 et 22 juillet.

Compte tenu de ce qui précède et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a approuvé à l'unanimité la déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, la note explicative plus détaillée intitulée « Vue d'ensemble de la stratégie de politique monétaire » et le communiqué de presse intitulé « La BCE présente un plan d'action visant à inscrire les questions liées au changement climatique dans sa stratégie de politique monétaire ». Ces documents seront publiés sur le site internet de la BCE avant la conférence de presse tenue par la présidente et le vice-président le jour suivant.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Remarques introductives lors de la conférence de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210708~ab68c3bd9d.en.html>

Communiqués de presse

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.fr.html>

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.fr.html

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 7 juillet 2021

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno*

M. Elderson

M. Hernández de Cos

M. Herodotou

M. Holzmann*

M. Kazāks

M. Kažimír

M. Knot*

M. Lane

M. Makhlouf

M. Müller

M. Panetta

M. Rehn

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Scicluna

M. Stournaras

Mr Šimkus

M. Vasle*

M. Villeroy de Galhau

M. Visco

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 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

Personnes accompagnantes

M. Arce

M. Aucremanne

M. Bradeško

Mme Buch

Mr Dabušinskas

M. Demarco

Mme Donnery

M. Gaiotti

M. Garnier

Mr Gnan

M. Kaasik

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. Rostagno, directeur général Politique monétaire

M. Straub, conseiller auprès de la présidente

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 26 août 2021

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.