



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTEME

Réunion des 21 et 22 avril 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 avril 2021

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

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 10 et 11 mars 2021.

Les rendements des emprunts publics de la zone euro se sont découplés des rendements des bons du Trésor américain, qui ont continué d'augmenter en mars 2021 avant de diminuer légèrement en avril, et sont restés largement inchangés depuis fin février 2021. Cette évolution reflète en partie la nouvelle hausse du nombre d'infections par le coronavirus (COVID-19) et le durcissement des confinements dans la zone euro, qui ont affecté les anticipations de croissance à court terme. Cependant, elle reflète aussi les décisions de politique monétaire prises en mars par le Conseil des gouverneurs et la communication qui les a précédées, convainquant les marchés de la détermination de la BCE à maintenir des conditions de financement favorables. Les récentes mesures de la BCE ont efficacement préservé les taux à long terme de la zone euro des effets de contagion, s'agissant tant de la courbe des rendements sans risque que des écarts de rendement souverains.

Une décomposition du rendement des *swaps* indiciels au jour le jour à dix ans dans la zone euro entre inflation et composantes réelles montre que les taux nominaux et leurs composantes sous-jacentes sont demeurés globalement inchangés depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le redressement synchronisé des mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché observé depuis début 2021 dans les différentes économies avancées reflète probablement un certain optimisme quant à la croissance mondiale.

Les estimations tirées de modèles suggèrent que l'essentiel de la hausse de la composante inflation s'explique par des primes de risque d'inflation et, par conséquent, ne reflètent pas encore de hausse

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

significative des anticipations d'inflation effectives des investisseurs. Contrairement à la composante inflation, les taux réels à long terme dans la zone euro sont demeurés globalement inchangés depuis début 2021. Cela a également été le cas pour les taux réels à moyen terme, qui sont particulièrement importants pour les conditions d'emprunt des entreprises et se sont maintenus à leurs points bas historiques, ou à des niveaux proches, tout au long du récent mouvement de liquidation sur les marchés obligataires mondiaux. Cette situation suggère que les mesures prises par la BCE ont efficacement préservé non seulement les rendements des obligations souveraines à long terme, mais aussi, et peut-être même dans une plus large mesure, la partie à court et moyen terme de la courbe des rendements.

De même, les anticipations de taux d'intérêt pour les deux prochaines années sont demeurées inchangées depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue en janvier 2021. Les marchés n'ont pas intégré de variation du taux de la facilité de dépôt jusqu'au premier trimestre 2024. Les anticipations d'inflation sont demeurées bien ancrées grâce à la *forward guidance* de la BCE.

Les prix des autres actifs ont permis de recouper les déterminants récents des conditions financières et de financement. Les écarts de crédit sont demeurés stables pour toutes les classes de notation et ont même diminué pour les obligations à haut rendement. Le fait que la liquidation intervenue sur le marché obligataire soit liée à la croissance et l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE ont donc limité les écarts de rendement des obligations d'entreprises.

L'optimisme quant à la croissance mondiale a également été le principal moteur des marchés d'actions. Soutenus par l'accélération du déploiement des vaccins, des données économiques solides au niveau mondial et la nouvelle amélioration des anticipations de croissance des bénéfices à long terme, les cours des actions se sont redressés au-delà des niveaux d'avant la pandémie dans la zone euro. Toutefois, cette évolution masque une hétérogénéité importante entre pays. La composition sectorielle des marchés boursiers des différents pays constitue un déterminant important de cette hétérogénéité. Les marchés sur lesquels la part des secteurs qui ont tiré parti de la crise est élevée ont eu tendance à afficher de meilleurs résultats pendant la plus grande partie de 2020, tendance qui s'est inversée après les nouvelles positives de novembre 2020 concernant les vaccins.

Toutefois, la forte hausse des prix des actifs risqués a également généré des risques, le niveau élevé des valorisations boursières ayant été considéré comme dépendant du maintien de taux d'intérêt très accommodants. La duration des actions, qui est l'inverse du rendement des dividendes et qui s'est établie à son niveau le plus élevé depuis la bulle Internet aux États-Unis et dans la zone euro, constitue un indicateur.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Au total, les évolutions récentes sur les marchés financiers ont exercé un impact positif sur les conditions financières et de financement dans la zone euro. Les rendements et les écarts de rendement souverains sont restés comprimés et les cours des actions ont augmenté, tandis que le taux de change de l'euro ne s'est que légèrement apprécié.

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.

Une nouvelle vague d'infections a frappé les économies dans le monde entier. Dans le même temps, le monde a appris à vivre avec la pandémie, l'impact sur la production a donc été plus limité que lors de la première vague au printemps de l'année dernière. Dans l'ensemble, on a constaté des signaux positifs d'une reprise mondiale, qui demeure tirée par l'investissement, tandis que la consommation accuse un retard. Les données disponibles font également état d'une poursuite du redressement des échanges internationaux, les échanges de biens surprenant favorablement en janvier. Les prix du pétrole sont demeurés globalement stables depuis la réunion de politique monétaire de mars. Dans le même temps, le taux de change de l'euro est également resté stable, l'euro s'appréciant légèrement vis-à-vis du dollar (1,2 %) et en termes effectifs nominaux (0,6 %).

Dans l'économie de la zone euro, les facteurs défavorables résultent des confinements, en particulier pour les services, tandis que la dynamique de l'investissement demeure favorable. Les indicateurs à court terme signalent une reprise débutant au deuxième trimestre 2021. Si l'on met l'accent sur les évolutions récentes, d'importantes asymétries prévalent entre l'industrie et les services. Les indices des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier se sont inscrits en hausse pendant un certain temps et affichent des valeurs très élevées. On a également observé un fort redressement des indices des directeurs d'achat pour les services, même si, pour l'instant, ils n'indiquent pas encore une expansion. Les ventes au détail sont restées faibles en raison des nouvelles restrictions introduites afin de limiter la propagation de la COVID-19.

Le niveau élevé des mesures d'endiguement a continué de retarder le redressement de la consommation, les consommateurs, interrogés par exemple par la Commission européenne, demeurant prudents. Les indicateurs des achats importants attendus au cours des 12 prochains mois, les anticipations de ventes au détail des entreprises et les commandes de biens de consommation se sont améliorés, demeurant toutefois inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. Dans le même temps, l'investissement privé a continué de se redresser. Si la croissance de l'investissement dans la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

construction est demeurée atone au quatrième trimestre 2020, les indicateurs prospectifs sont positifs, les anticipations des entreprises et la confiance dans le secteur de la construction s'inscrivant en hausse. La croissance des exportations intra et hors-zone euro s'est progressivement redressée après avoir atteint un point bas au deuxième trimestre 2020. Le tourisme, composante des services la plus affectée par la pandémie, affiche les premiers signes d'un redressement.

Les indicateurs relatifs au marché du travail ont continué d'être nettement affectés par les programmes de soutien des gouvernements, ce qui a compliqué l'évaluation des évolutions sous-jacentes. Contrairement aux crises précédentes, la pandémie a affecté de façon disproportionnée l'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées dans les secteurs des services marchands où les contacts sont nombreux. Dans l'ensemble, les principaux indicateurs relatifs au marché du travail ont été relativement stables, le taux de chômage s'établissant à 8,3 % en février, niveau globalement inchangé depuis novembre, et ce, malgré la nouvelle vague de la pandémie et les confinements associés. Toutefois, le nombre élevé de travailleurs découragés et de personnes concernées par les dispositifs de maintien dans l'emploi dénote des vulnérabilités persistantes.

S'agissant des évolutions nominales, l'inflation totale a augmenté pour s'établir à 1,3 % en mars, principalement sous l'effet d'une nouvelle hausse prononcée de l'inflation dans le secteur de l'énergie, reflétant essentiellement des effets de base mais aussi la récente dynamique des prix du pétrole. Les facteurs temporaires et techniques ont continué de jouer un rôle important pour l'inflation, malgré l'atténuation de l'impact de la variation des pondérations des dépenses.

Si l'on se concentre sur les composantes plus persistantes de l'inflation, les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'osciller autour des niveaux observés au printemps 2020 et n'ont pas fourni de signal généralisé d'un redressement durable. De plus, les difficultés statistiques liées aux effets des pondérations, des modifications de la fiscalité et des imputations ont continué de faire peser une certaine incertitude sur l'orientation de l'inflation sous-jacente.

Selon la dernière enquête menée par la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le deuxième trimestre 2021, les anticipations relatives à l'inflation totale ont été révisées à la hausse pour 2021, tandis que les anticipations à moyen et long terme ont été globalement stables. Dans le même temps, les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché ont continué à augmenter, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'établissant à 1,53 % le 19 avril 2021, soit 8 points de base de plus qu'au moment de la réunion de politique monétaire de mars.

S'agissant des conditions financières, les taux sans risque à long terme sont restés globalement inchangés par rapport au niveau observé lors de la réunion de mars. Les hausses des rendements observées depuis fin 2020 ont principalement résulté des primes de terme et non de la composante

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

anticipations. Les marchés boursiers et les marchés des obligations d'entreprises ont été déterminés par les anticipations d'amélioration des perspectives de croissance. Dans l'ensemble, les conditions financières sont restées globalement inchangées. Si l'on examine les anticipations relatives aux taux directeurs, la courbe des taux à terme de l'EONIA est restée stable sur sa partie à court terme.

S'agissant des évolutions monétaires, la croissance annuelle de M3 s'est légèrement ralentie en février, tout en demeurant à un niveau élevé (12,3 %). Les entreprises et les ménages ont continué d'accumuler des dépôts à un rythme comparable à celui des trimestres précédents. Concernant les sources de création monétaire, en février, les achats d'actifs de l'Eurosystème et les concours bancaires au secteur privé non financier sont restés à des niveaux comparables à ceux observés au second semestre 2020. Tandis que les volumes de prêts aux entreprises ont légèrement augmenté en février, le taux de croissance annuel des prêts bancaires accordés aux entreprises n'est resté élevé (à 7,1 % en février) que parce qu'il reflète encore les flux très importants observés entre mars et mai 2020. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises se sont maintenus à des niveaux proches de leurs points bas historiques.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont constaté une nouvelle diminution de la demande de prêts aux entreprises, principalement en raison de la faiblesse de la demande de financement des investissements et de la diminution des besoins de financement des fonds de roulement, reflétant la disponibilité de coussins de liquidité et le soutien direct des pouvoirs publics. Un faible pourcentage net des banques ont fait état d'un nouveau durcissement des critères d'octroi au premier trimestre 2021, après deux trimestres de durcissement nettement plus marqué. Toutefois, le durcissement opéré par les banques a été plus faible que prévu au trimestre précédent. Les critères d'octroi des prêts au logement accordés aux ménages se sont légèrement assouplis au premier trimestre 2021, après quatre trimestres consécutifs de durcissement, sous l'effet de la concurrence entre prêteurs.

S'agissant de la politique budgétaire, certains pays ont récemment renforcé leur soutien budgétaire en réponse à la prolongation des confinements. Dans les pays de la zone euro, le soutien budgétaire a été, en moyenne, plus important dans les pays les plus durement touchés, mais avec une certaine hétérogénéité entre les pays. Après une forte impulsion budgétaire en 2020, le soutien budgétaire devrait rester important dans la zone euro en 2021.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a fait remarquer que la reprise de la demande mondiale et les mesures budgétaires supplémentaires soutiennent l'activité dans le monde et dans la zone euro. Dans le même

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

temps, les revers des campagnes de vaccination, de même que la persistance de taux élevés de nouvelles infections au coronavirus dans plusieurs pays et le durcissement associé des mesures d'endigement, ont réduit l'activité économique à court terme. Globalement, les informations disponibles, notamment les indicateurs à haute fréquence, indiquent que l'activité économique s'est probablement de nouveau contractée au premier trimestre, mais suggèrent une reprise de la croissance au deuxième trimestre. Les progrès des campagnes de vaccination et l'assouplissement graduel prévu des mesures d'endigement confortent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique, en particulier au second semestre 2021.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro continuent d'être orientés à la baisse à court terme, mais restent plus équilibrés à moyen terme. Les risques à la hausse sont liés à : de meilleures perspectives pour la demande mondiale, soutenues par une relance budgétaire importante ; des progrès plus rapides dans les campagnes de vaccination ; et une réduction plus rapide que prévu de l'épargne des ménages une fois levées les restrictions sociales et de déplacement. Toutefois, la nouvelle vague de la pandémie, notamment la diffusion de variants du virus, et un déploiement plus lent des vaccins font peser des risques à la baisse sur les perspectives de croissance au cours des prochains trimestres.

L'inflation totale est ressortie à 1,3 % en mars après 0,9 % en janvier et en février, principalement en raison de fortes hausses des prix de l'énergie. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix ont été modérées dans un contexte de faiblesse de la demande et de sous-utilisation significative des capacités des marchés du travail et des biens et services, mais devraient s'accroître légèrement en 2021 en raison des contraintes d'offre à court terme et de la reprise de la demande intérieure. L'inflation devrait afficher une certaine volatilité pour le reste de l'année. 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 à l'aune de l'objectif d'inflation de la BCE, même si les indicateurs extraits des instruments de marché ont continué d'augmenter, principalement sous l'effet de la hausse des primes de risque d'inflation.

Dans le contexte de persistance d'un sentiment robuste à l'égard du risque sur les marchés financiers mondiaux, les conditions de financement dans la zone euro sont restées globalement stables ces derniers temps. En particulier, les taux sans risque et les rendements des obligations souveraines ont évolué sans réelle tendance et semblent s'être découplés de la réévaluation des taux d'intérêt américains. Cependant, la hausse de ces indicateurs clés enregistrée en début d'année dans la partie amont de la chaîne de transmission fait encore peser un risque sur l'ensemble des conditions de financement au sens large, ce qui justifie un suivi attentif.

Dans ce contexte, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs ne modifie pas la configuration actuelle de la politique monétaire et confirme son orientation très accommodante. Les informations

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

disponibles ayant confirmé l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation réalisée lors de la réunion de politique monétaire de mars, le Conseil des gouverneurs doit continuer à effectuer des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) au cours du trimestre actuel à un rythme nettement supérieur à celui des premiers mois de l'année.

S'agissant de la communication externe, deux aspects importants sont à souligner. Premièrement, le Conseil des gouverneurs doit réaffirmer sa pratique actuelle consistant à procéder à une évaluation conjointe approfondie de l'état présent des conditions de financement par rapport aux perspectives d'inflation lors des réunions de politique monétaire au cours desquelles les délibérations sur les politiques sont étayées par un nouvel exercice de projection des services de la BCE/de l'Eurosystème. Conformément à cette pratique, une nouvelle évaluation conjointe complète doit être menée lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en juin. Deuxièmement, il était important de souligner que le calibrage des achats dans le cadre du PEPP visant à contrer les effets négatifs de la pandémie sur les perspectives d'inflation à moyen terme n'était qu'un des éléments permettant de stabiliser l'inflation à moyen terme autour de niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Un soutien important de la politique monétaire reste crucial au-delà de la période de pandémie afin de soutenir l'inflation et de la ramener vers son objectif. Le Conseil des gouverneurs doit donc continuer de se tenir prêt à adapter l'ensemble de ses instruments, si nécessaire, pour remplir son mandat.

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 présentée par M. Lane dans son introduction. Alors que la reprise de la demande mondiale et d'importantes mesures de relance budgétaire soutiennent l'activité au niveau mondial et dans la zone euro, les perspectives économiques à court terme restent assombries par l'incertitude relative à la résurgence de la pandémie et au déploiement des campagnes de vaccination. Pour la période ultérieure, les progrès des campagnes de vaccination et l'assouplissement graduel prévu des mesures d'endiguement confortent l'anticipation d'un net rebond de l'activité économique courant 2021. L'inflation s'est accélérée ces derniers mois, sous l'effet de certains facteurs idiosyncratiques et transitoires et de l'accentuation de la hausse des prix de l'énergie. Cela étant, les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

tensions sous-jacentes sur les prix sont demeurées modérées dans le contexte de sous-utilisation importante des capacités de l'économie et d'atonie persistante de la demande.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation de M. Lane, selon laquelle les perspectives économiques mondiales continuent de s'améliorer malgré la nouvelle vague d'infections qui touche le monde entier. Il a été fait référence aux prévisions récentes des institutions internationales. En particulier, dans ses Perspectives de l'économie mondiale d'avril 2021, le FMI a révisé ses anticipations de croissance mondiale pour 2021 en hausse à 6 % et a prévu une augmentation du commerce mondial de plus de 8 %. L'attention a notamment été attirée sur les nouvelles positives concernant les évolutions économiques aux États-Unis et sur la poursuite de la croissance enregistrée en Chine au début de l'année, reflétant une reprise exceptionnelle après le début de la pandémie il y a un an. S'agissant des dernières évolutions des taux de change, il a été noté que l'euro s'est légèrement apprécié depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné qu'une nouvelle appréciation du taux de change pourrait avoir des conséquences négatives sur les perspectives d'inflation.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, le PIB en volume a reculé de 0,7 % au quatrième trimestre 2020, demeurant nettement inférieur à son niveau d'avant la pandémie. Les données économiques disponibles, les enquêtes et les indicateurs à haute fréquence laissent penser que la résurgence de la pandémie et l'intensification associée des mesures d'endiguement ont probablement entraîné une baisse de l'activité au premier trimestre 2021, mais ils indiquent également une reprise de la croissance au deuxième trimestre.

Lors de l'examen des perspectives économiques pour la zone euro, les membres du Conseil ont estimé que, bien que la situation actuelle reste fragile et sujette à un degré d'incertitude élevé, les données récentes pouvaient dans l'ensemble être considérées comme confirmant une croissance du PIB globalement conforme aux projections macroéconomiques de mars 2021 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Cette évaluation est également confortée par les dernières prévisions du FMI et de l'OCDE. On a constaté une augmentation des taux d'infection, en particulier chez les jeunes, un retard dans le déploiement des campagnes de vaccination et des préoccupations relatives à la sécurité des vaccins. La prolongation des mesures d'endiguement a pesé sur la croissance au premier trimestre de l'année, mais il y a également eu de bonnes nouvelles dans la mesure où les campagnes de vaccination prennent à présent de l'ampleur dans la zone euro, ce qui pourrait conduire à un assouplissement progressif des mesures de confinement. Cela devrait notamment soutenir la reprise dans les services, le secteur le plus touché par la crise. Il est également encourageant de constater que l'efficacité des campagnes de vaccination se renforce et que l'augmentation de la part de la population ayant reçu une première, voire une seconde dose,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

s'accélère. Le comportement d'apprentissage des ménages et des entreprises face aux restrictions pendant la pandémie est considéré comme un autre facteur positif de soutien à la croissance.

Toutefois, il a également été souligné que les perspectives continuaient de dépendre de la vitesse à laquelle se déroulent les campagnes de vaccination, ainsi que de la propagation et de la transmission des différents variants du virus de la COVID-19. L'incertitude demeure en ce qui concerne le moment auquel la reprise interviendra dans la zone euro ainsi que sa vigueur, ce qui appelle à une certaine prudence, comme le met en évidence la séquence de révisions à la baisse du taux de croissance attendu pour le premier trimestre de l'année. L'accent a également été mis sur le fait que les perspectives de croissance et d'inflation continuaient de dépendre du soutien des mesures de politique budgétaire et de l'orientation très accommodante de la politique monétaire. En outre, les membres du Conseil ont fait remarquer que l'impact de la pandémie différait d'un pays à l'autre de la zone euro. Dans certains pays, l'activité devrait retrouver ses niveaux d'avant la pandémie d'ici la fin 2021, alors que dans d'autres – en particulier ceux dans lesquels le secteur des services a été le plus touché – elle devrait toujours être inférieure au niveau d'avant la pandémie à la fin 2022.

D'une manière générale, les membres du Conseil prévoient une reprise plus forte au second semestre 2021 mais ils soulignent que l'incertitude entourant les perspectives de croissance à court terme demeure élevée. Une question essentielle a trait à la manière dont les consommateurs réagiront à un assouplissement des mesures de confinement. Il a été rappelé que l'exercice de projection de mars 2021 réalisé par les services de la BCE reposait sur l'hypothèse que le taux d'épargne des ménages retrouverait progressivement son niveau d'avant la crise, mais sans résorption substantielle du surplus d'épargne accumulé pendant la période de pandémie.

En évaluant les risques pesant sur la croissance, divers points de vue ont été exprimés s'agissant du comportement probable des consommateurs. Il a été suggéré que l'épargne forcée était susceptible de se résorber de façon plus dynamique que prévu. Un renforcement ponctuel de la consommation plus tard dans l'année est considéré comme une possibilité, sur la base des évolutions observées antérieurement, un accroissement de la consommation ayant fait suite à la baisse des taux d'infection et à l'assouplissement des restrictions l'été dernier. Cela étant, il est également possible que le renforcement de la consommation résultant de la demande latente se produise de façon plus graduelle. Dans le même temps, il a été affirmé que les consommateurs pourraient se révéler plus prudents dans leurs dépenses cette année.

Dans ce contexte, il a été généralement estimé que les risques pesant sur l'activité étaient devenus plus équilibrés sur le moyen terme, l'opinion étant également exprimée qu'ils étaient à présent légèrement orientés à la hausse. Toutefois, un large consensus s'est dégagé pour conserver l'évaluation des risques telle qu'elle avait été exprimée lors de la réunion de politique monétaire de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

mars, et qui pourrait être réexaminée plus largement dans le cadre de l'exercice de projection macroéconomique de juin. En conséquence, les membres ont considéré que les risques entourant les perspectives de croissance à court terme de la zone euro demeurent orientés négativement, tandis que les risques à moyen terme restent plus équilibrés. D'un côté, l'amélioration des perspectives de demande mondiale, renforcée 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 est toujours considérée comme essentielle dans la mesure où un retrait prématuré du soutien budgétaire pourrait retarder la reprise et aggraver les séquelles à long terme de la crise. Il convient donc que les politiques budgétaires nationales continuent d'apporter un soutien crucial, en temps opportun, aux entreprises et aux ménages les plus exposés à la pandémie en cours et aux mesures d'endiguement associées. Cependant, les 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 de l'économie de la zone euro. Les membres du Conseil prévoient que le soutien budgétaire sera probablement accru dans la plupart des pays européens cette année, et le risque d'« effets de rupture brutale » est considéré comme étant en recul.

Les membres du Conseil ont également réaffirmé le rôle essentiel du programme « *Next Generation EU* » et l'urgence qu'il devienne opérationnel sans délai, appelant les États membres à veiller à une ratification rapide de la décision relative aux ressources propres, à finaliser rapidement 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. Les gouvernements doivent être incités à accélérer la mise en œuvre du programme, aspect considéré comme étant plus important que l'ampleur même du soutien budgétaire. 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. Le lien avec la mise en œuvre de réformes, afin de garantir une croissance durable, a également été souligné, tout comme l'importance des mesures budgétaires destinées à lutter contre la fragmentation économique.

S'agissant de l'évolution des prix, un large consensus s'est dégagé sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation annuelle dans la zone euro s'est accentuée, s'établissant à 1,3 % en mars 2021, après 0,9 % en février. Les membres du Conseil ont généralement approuvé l'importance de faire abstraction de la hausse de l'inflation à court terme – qui devrait être temporaire – ainsi que de la volatilité accrue attendue au cours des douze prochains mois. Dans le

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

même temps, il a été souligné que, depuis la date d'arrêté des projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, les perspectives d'inflation pour 2021 et 2022 avaient fait l'objet d'une nouvelle révision à la hausse. Outre l'impact des évolutions des prix de l'énergie, il a été affirmé que des tensions à la hausse pourraient également s'exercer à court terme sur l'inflation en raison des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, coïncidant avec une reprise de la demande. Cependant, il a également été souligné que l'inflation sous-jacente et les tensions sur les prix demeuraient globalement modérées. Il existe toujours d'importantes capacités inutilisées sur le marché du travail et aucun élément n'indique que la fixation des salaires s'oriente fortement à la hausse. Il a été rappelé que, d'après les projections de mars 2021 établies par les services de la BCE, l'inflation devrait ressortir à seulement 1,4 % en 2023. Dans ce contexte, il a été avancé que, même si les perspectives d'inflation à moyen terme pertinentes pour la politique monétaire demeuraient globalement inchangées par rapport à la réunion de mars, les risques entourant ces perspectives pouvaient être évalués comme étant orientés à la hausse.

S'agissant des évolutions récentes des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont observé que les anticipations d'inflation à plus long terme formulées dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels demeuraient inchangées, à 1,7 %, tandis que les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché ont augmenté. Bien que cette hausse reflète essentiellement une augmentation des primes de risque, elle traduit également une hausse effective, quoique modérée, des anticipations d'inflation. Il a été souligné que les anticipations d'inflation des ménages différaient de celles des intervenants de marché et des prévisionnistes professionnels, mais il serait souhaitable qu'elles se traduisent plus largement par des anticipations d'inflation plus élevées. Les membres du Conseil considèrent qu'il n'existe actuellement pas de risque de désancrage à la hausse des anticipations d'inflation. Il convient toutefois de surveiller les implications pour les anticipations d'inflation d'une augmentation de l'inflation totale courant 2021 ainsi que l'apparition d'éventuels effets de second tour.

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 tirée par les achats d'actifs actuellement effectués par l'Eurosystème, qui restent la plus importante source de création monétaire. Les prêts au secteur privé sont demeurés globalement inchangés. Dans le même temps, il a été souligné que les taux de refus de prêts aux entreprises avaient augmenté et que les critères d'octroi de prêts aux entreprises s'étaient durcis pour le troisième trimestre consécutif, ce qui pourrait gêner la transmission des mesures de politique monétaire de la BCE à l'économie réelle. Toutefois, il a également été souligné que la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le premier trimestre 2021 indiquait un durcissement plus modéré qu'anticipé précédemment. Dans ce contexte, il a été souligné que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) continuaient de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

jouer un rôle primordial pour favoriser l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages, atténuant les « effets de rupture brutale », l'opération la plus récente ayant donné lieu à un tirage de fonds significatif. En outre, il apparaît que la hausse des taux d'intérêt de marché observée plus tôt dans l'année ne s'est pas transmise à l'offre de prêts ni aux taux débiteurs bancaires au premier trimestre de l'année.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation des conditions financières et de financement, un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait que les conditions de financement sont restées globalement stables depuis la dernière réunion de politique monétaire en mars. Cette stabilité a été observée sur l'ensemble de la chaîne de transmission monétaire, en allant des indicateurs situés en amont de la chaîne, tels que les taux d'intérêt de marché, à ceux situés en aval, tels que les conditions d'octroi des prêts bancaires. Les taux d'intérêt sans risque et les rendements des obligations souveraines, qui avaient augmenté plus tôt dans l'année, ont affiché un profil d'évolution essentiellement stable depuis la réunion de mars et se sont découplés des évolutions sur les marchés américains depuis fin février, comme indiqué par Mme Schnabel dans son introduction. De plus, les conditions du crédit au sens large ont été jugées comme étant restées favorables, même si les critères d'octroi des prêts bancaires aux entreprises se sont légèrement durcis selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, comme présenté par M. Lane.

Cela a été largement considéré comme une validation de la décision prise par le Conseil des gouverneurs en mars d'augmenter significativement le rythme des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP, protégeant efficacement les conditions de financement dans la zone euro des répercussions mondiales et empêchant un resserrement prématuré. Toutefois, une certaine prudence a été exprimée, dans la mesure où des risques persistent pour les conditions de financement au sens large. Les taux d'intérêt de marché se sont maintenus à des niveaux supérieurs à ceux observés en décembre et ont de nouveau légèrement augmenté sur la période la plus récente, ce qui pourrait être imputable en partie aux perceptions qu'ont les marchés de la trajectoire future de la politique monétaire aux États-Unis et à des nouvelles plus encourageantes concernant les campagnes de vaccination dans la zone euro. Dans le même temps, les conditions financières sur un éventail plus large de marchés se sont de nouveau assouplies d'après la plupart des indicateurs, même si le taux de change de l'euro s'est légèrement apprécié pour s'établir 0,5 % au-dessus du niveau observé à la date d'arrêt des données pour les projections de mars établies par les services de la BCE. Il a été réaffirmé que les évolutions du taux de change devaient faire l'objet d'un suivi attentif en raison de leurs implications possibles pour les perspectives d'inflation.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les membres du Conseil ont largement souscrit à la proposition de M. Lane de laisser inchangée la configuration de la politique monétaire de la BCE et de confirmer une nouvelle fois l'orientation très accommodante. Les décisions de politique monétaire prises en décembre et en mars ont été jugées efficaces et appropriées pour préserver des conditions de financement favorables et apporter le soutien nécessaire à l'économie de la zone euro. Même si les informations devenues disponibles ont largement confirmé l'évaluation faite lors de la réunion de politique monétaire de mars, l'incertitude est restée élevée et les perspectives relatives à l'économie et à l'inflation ont continué de dépendre de l'orientation très accommodante de la politique monétaire et de la relance budgétaire. Dans cet environnement, la politique monétaire devait maintenir le cap, contribuant à réduire l'incertitude et à renforcer la confiance, de manière à soutenir l'activité économique et à préserver la stabilité des prix à moyen terme. Les données devenues disponibles et les évolutions des marchés ayant largement confirmé l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation menée lors de la réunion de politique monétaire de mars, la décision prise à ce moment-là par le Conseil des gouverneurs d'augmenter significativement les achats réalisés dans le cadre du PEPP par rapport aux premiers mois de 2021 est restée appropriée.

Pour la période à venir, il a été souligné que la « fonction de réaction » du Conseil des gouverneurs s'agissant des achats dans le cadre du PEPP continuerait d'être guidée par la détermination du Conseil des gouverneurs à préserver des conditions de financement favorables sur la base d'une évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation et en tenant compte d'un ensemble d'indicateurs holistique et multi-facettes. Dans ce contexte, il a également été réaffirmé que la flexibilité dans la conduite des achats était un élément essentiel de la stratégie d'achats du PEPP. Les achats dans le cadre du PEPP continueront d'être réalisés 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. Cela signifie que si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. De la même façon, l'enveloppe pourra 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.

En ce qui concerne les évolutions récentes, il a été souligné que les achats nets se sont accrus en mars pour atteindre le volume mensuel le plus élevé depuis juillet 2020, représentant une augmentation significative par rapport aux achats moyens réalisés au cours des deux premiers mois de cette année, même si la décision d'augmenter le rythme des achats n'a été prise que mi-mars. Les membres du Conseil ont rappelé que la réunion de politique monétaire de juin fournira la prochaine

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

occasion de procéder à une évaluation approfondie des conditions de financement et des perspectives d'inflation, au moment où l'évaluation pourra s'appuyer sur les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Même si une telle évaluation complète, fondée entre autres sur les projections macroéconomiques, est normalement effectuée trimestriellement, il a été souligné que le PEPP a continué de fonctionner de manière souple, permettant d'adapter le rythme des achats en fonction des conditions de marché et soutenant la transmission harmonieuse de la politique monétaire en temps opportun.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur la communication proposée par M. Lane dans son introduction. Il convient de souligner que les décisions de politique monétaire de mars ont été opportunes et appropriées, contribuant avec succès à stabiliser les conditions de financement après la hausse des taux d'intérêt de marché intervenue plus tôt dans l'année, même si des risques persistent pour les conditions de financement au sens large. L'engagement du Conseil des gouverneurs de préserver des conditions de financement favorables pour tous les secteurs de l'économie pendant la pandémie reste essentiel pour réduire l'incertitude et renforcer la confiance. Un large consensus s'est également dégagé sur le fait qu'il convenait de souligner que le rythme futur des achats dans le cadre du PEPP dépendait des données et continuerait d'être fondé sur l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives d'inflation.

Décisions de politique monétaire et communication

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

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

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. Les informations disponibles ayant confirmé l'évaluation conjointe des conditions de financement et des perspectives

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

d'inflation définie lors de la réunion de politique monétaire de mars, le Conseil des gouverneurs prévoit que les achats au titre du PEPP se poursuivront durant le trimestre en cours à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année.

Le Conseil des gouverneurs procédera à ces achats de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un durcissement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation. En outre, la flexibilité des achats, dans le temps, entre les catégories d'actifs et entre les juridictions, continuera de soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Si des conditions de financement favorables peuvent être maintenues à travers des flux d'achats d'actifs qui n'épuisent pas l'enveloppe au cours de l'horizon fixé pour les achats nets au titre du PEPP, cette enveloppe ne devra pas être entièrement utilisée. De la même façon, l'enveloppe pourra 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.

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.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera de fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. En particulier, les volumes souscrits lors de la dernière opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) ont été très élevés. Les financements obtenus par le biais des TLTRO III jouent un rôle essentiel en faveur de l'octroi, par les banques, de prêts aux entreprises et aux ménages.

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

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

Déclaration introductive

[Déclaration introductive lors de la conférence de presse du 22 avril 2021](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 21- 22 avril 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 avril 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
M. Demarco
Mme Donnery
M. Gaiotti

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Mme Goulard

M. Haber

M. Kaasik

M. Kuodis

M. Kyriacou

M. Lünnemann

M. Novo

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 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 8 juillet 2021.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.