



## Réunion des 9 et 10 mars 2022

### 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 9 et le jeudi 10 mars 2022

#### 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 dernières évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 2 et 3 février 2022. Avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le changement dans la communication de la BCE approuvé lors de la réunion de février a contribué à un ajustement ordonné des marchés financiers vers des conditions financières moins accommodantes, plus en phase avec la modification des perspectives d'inflation à moyen terme. L'incertitude créée par la guerre a temporairement interrompu et en partie inversé le mouvement de réappréciation des anticipations relatives à la politique monétaire à l'échelle mondiale, ce qui a entraîné une volatilité accrue sur l'ensemble des compartiments de marché. Toutefois, les tensions et les perturbations sur les marchés semblent jusqu'à présent moins sévères qu'elles ne l'étaient lors du pic du choc lié à la pandémie de coronavirus (COVID-19).

À ce jour, l'impact le plus fort de l'invasion de l'Ukraine par la Russie a été observé sur les prix des matières premières, les prix du pétrole et du gaz enregistrant de nouveaux records sur plusieurs années et les courbes des contrats à terme se déplaçant nettement vers le haut à partir de niveaux déjà élevés. La hausse des prix de l'énergie qui en résulte a contribué à une réévaluation substantielle par les marchés des perspectives d'inflation dans la zone euro. Premièrement, l'intégralité de la courbe à terme des taux de *swaps* indexés sur l'inflation s'est nettement déplacée vers le haut pour se situer au-dessus de 2 % sur l'horizon à dix ans. Comme ces mesures ont contenu les primes de risque sur l'inflation, il est probable que les anticipations d'inflation à proprement parler soient un peu plus basses. En outre, les indicateurs à long terme des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché se sont également inscrits en nette hausse, dépassant 2 %. Cette remontée s'est produite pour l'essentiel au début de la semaine précédente, lorsque les marchés avaient

commencé à intégrer dans leurs anticipations un durcissement moins prononcé de la politique monétaire de la zone euro.

L'inflation continuant de surprendre à la hausse, une réappréciation perceptible des anticipations relatives à la politique monétaire dans la zone euro a été observée en début d'année. Le déplacement vers le haut de la courbe à terme du taux des *swaps* au jour le jour (OIS) observé avant la guerre s'est produit pour l'essentiel avant la réunion du Conseil des gouverneurs des 2 et 3 février. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a interrompu et inversé en partie le mouvement de réappréciation des anticipations relatives aux taux directeurs de la BCE, les marchés intégrant un report de deux mois environ pour un premier relèvement de ces taux par rapport aux anticipations formulées avant la guerre. Les investisseurs prévoient un relèvement de 25 points de base environ vers la fin de l'année, tandis que le rythme attendu du cycle de durcissement de la politique monétaire après le premier relèvement des taux demeure globalement inchangé. L'incertitude entourant les anticipations relatives aux taux directeurs sur la base des informations tirées des prix des options s'est également accentuée. Depuis février, la distribution des risques autour de la trajectoire attendue de l'Euribor à trois mois s'est nettement élargie, reflétant l'incertitude accrue qui entoure les perspectives économiques et celles relatives à l'inflation. L'asymétrie plus prononcée de la distribution suggère que les préoccupations des marchés quant aux risques à la hausse pour l'inflation se sont encore accentuées.

De part et d'autre de l'Atlantique, les rendements à long terme sans risque ont continué d'évoluer en parallèle, même si la chute des rendements du *Bund* allemand a été légèrement plus prononcée que celle des rendements des bons du Trésor américain. Cela indique que les investisseurs semblent considérer la guerre comme étant à l'origine d'un faible écart seulement entre les perspectives de croissance aux États-Unis et dans la zone euro. Le creusement brutal et sans précédent de l'écart de rendement *Bund*-OIS après l'attaque russe suggère que le report vers les valeurs sûres a été un facteur plus important que la réappréciation des anticipations relatives à la politique monétaire, qui a impacté les rendements du *Bund* et des OIS dans la même mesure.

De même, les évolutions des taux d'intérêt réels peuvent être caractérisées par deux phases depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de février. Durant la première phase, avant l'invasion russe, les rendements réels ont fortement augmenté sur les parties courte et longue de la courbe, en ligne avec la normalisation progressive des conditions financières à la suite de la réévaluation à l'échelle mondiale des anticipations relatives à la politique monétaire. Après l'attaque russe, les rendements réels ont fortement diminué sur l'ensemble des courbes de rendements souverains sans risque à l'échelle mondiale, sous l'effet de mouvements de report vers les valeurs refuges, avec une baisse plus prononcée sur la partie courte, reflétant également une forte hausse de l'inflation attendue.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les écarts de rendement des obligations souveraines dans la zone euro par rapport au *Bund* allemand se sont creusés au départ, après la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de février, mais la vitesse et l'ampleur de l'ajustement sont demeurées contenues. Cette relative bonne tenue reflète trois facteurs : premièrement, le maintien d'un important stimulus monétaire de la part de la BCE, provenant notamment du stock substantiel d'actifs acquis et des politiques de réinvestissement annoncées par la BCE ; deuxièmement, la combinaison d'une longue période de taux d'intérêt bas et l'allongement de l'échéance moyenne pondérée de la dette publique, qui a réduit la sensibilité du coût du service de la dette à la hausse des taux sans risque ; et troisièmement, l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie ainsi que les anticipations de croissance solides, également du fait des réformes structurelles et des investissements liés au programme *Next Generation EU*. Ces mêmes facteurs ont joué un rôle dans la bonne tenue des écarts de rendement face au dernier choc lié au risque géopolitique.

Les évolutions sur les marchés d'actions signalent que l'incertitude entourant les implications directes de l'invasion devrait être plus grande pour la zone euro que pour les autres grandes zones monétaires. La récente baisse des prix des actions reflète probablement pour l'essentiel une augmentation de la prime de risque sur actions, cohérente avec le report vers les valeurs sûres sur les marchés obligataires.

S'agissant des taux de change, jusqu'au début de la guerre, le taux de change EUR/USD a évolué en très étroite corrélation avec les modifications des anticipations relatives aux taux directeurs. Avec le déclenchement de la guerre, le dollar s'est apprécié, les investisseurs se reportant vers les devises refuges classiques, en dépit d'anticipations globalement inchangées s'agissant de la politique monétaire.

## Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a passé en revue les dernières évolutions économiques, monétaires et financières intervenues dans le monde et dans la zone euro. Il a commencé par souligner que le choc économique résultant de l'invasion de l'Ukraine par la Russie intervenait dans le contexte de bases par ailleurs solides pour une forte reprise dans la zone euro cette année. Il est par conséquent utile de rappeler à quel stade se situait l'économie avant le début de la guerre.

L'économie mondiale connaît une phase de reprise depuis la pandémie. La vague Omicron a eu un impact négatif de courte durée, principalement sur les services. C'est ce que montre l'évolution des indices des directeurs d'achat (PMI) pour la production par secteur – en particulier le tourisme et les loisirs – entre novembre 2021 et février 2022. Toutefois, avec la dissipation de la vague Omicron et la réouverture des économies, on peut naturellement s'attendre à un rattrapage. Les dernières données

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

suggèrent également qu'il y a eu une légère amélioration au niveau des goulets d'étranglement, en particulier aux États-Unis et au Royaume-Uni. Avec l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, on peut s'attendre à une hausse de la production afin de satisfaire la demande. Les échanges de biens dépassent déjà leurs niveaux pré-pandémiques, mais il existe encore une grande marge de rattrapage dans le tourisme en 2022, ce qui pourrait constituer un important moteur de croissance pour les pays européens.

S'agissant des évolutions des matières premières et des taux de change, le scénario concernant le prix du pétrole change constamment, ce prix s'établissant le 7 mars nettement au-dessus du niveau prévu dans l'exercice de projection de mars 2022 réalisé par les services de la BCE. En ce qui concerne le taux de change, une distinction doit être établie entre les mouvements bilatéraux du taux de change de l'euro et l'évolution de son taux de change effectif (pondéré des échanges commerciaux). La forte incertitude générée par l'invasion russe a entraîné un mouvement de report des investisseurs vers les devises refuges. L'euro s'est fortement apprécié par rapport aux devises des pays d'Europe centrale et orientale, et s'est nettement déprécié par rapport au dollar. Lorsqu'on pondère les différentes évolutions, en termes effectifs nominaux, la baisse de l'euro n'a pas été très prononcée.

S'agissant de la zone euro, des améliorations ont été constatées pour les goulets d'étranglement au niveau de la production, même s'ils demeurent importants. Il existe toutefois un risque que la guerre entre la Russie et l'Ukraine entraîne de nouveaux goulets d'étranglement. Si l'on examine les composantes de la demande du PIB, le redressement de la consommation privée a été très prononcé jusqu'au troisième trimestre 2021, c'est-à-dire avant la vague Omicron. La vigueur de la reprise reflétait une hausse des revenus et une réduction de l'épargne. Cela a entraîné une consommation plus robuste en dépit de la réduction du soutien budgétaire par rapport à ses niveaux lors du pic de la pandémie. Cette tendance positive s'est inversée au quatrième trimestre 2021, lorsque la consommation privée a diminué, largement en raison de la hausse des prix de l'énergie et des prix à la consommation, ce qui s'est traduit par une baisse du revenu disponible réel. Ce mécanisme devait également s'opérer au premier trimestre, en dépit de l'anticipation selon laquelle une réduction de l'épargne pourrait atténuer en partie un recul de la consommation. Le choc lié aux prix de l'énergie a influé négativement sur la consommation privée, en raison d'une augmentation du coût de la vie et d'une détérioration du pouvoir d'achat.

L'investissement s'est redressé au quatrième trimestre 2021. Cette évolution est largement due à un fort rebond dans l'industrie automobile, secteur qui avait pesé sur l'investissement au cours des trimestres précédents. L'investissement immobilier a continué d'être affecté par une forte demande, mais également par les goulets d'étranglement au niveau de la production. La demande de logements ou de rénovation des logements demeure élevée, même si les données les plus récentes montrent un léger recul des anticipations. Du côté de la production, bien que les enquêtes récentes indiquent une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

certaine atténuation, les pénuries de matériaux, d'équipements et de main-d'œuvre restent proches de leurs pics historiques.

Afin d'apprécier l'impact du choc lié aux prix de l'énergie sur le revenu réel, il est utile d'examiner la détérioration de la balance commerciale et des termes de l'échange. Le solde des échanges de biens de la zone euro s'est progressivement détérioré pour s'inscrire en déficit fin 2021. Cette détérioration résulte dans une large mesure du déficit croissant du solde des échanges d'énergie. Une détérioration comparable est visible au niveau des termes de l'échange. Au dernier trimestre 2021, la contribution de l'énergie à la détérioration des termes de l'échange a représenté 4 points de pourcentage du PIB. Si l'on prend en compte les gains dégagés par les entreprises facturant à leur clientèle mondiale des prix plus élevés à l'exportation, fin 2021, la perte nette de revenu due au choc sur les prix de l'énergie a représenté 2 points de pourcentage par rapport à l'année précédente.

S'agissant des évolutions sur le marché du travail, les données continuent d'indiquer une reprise, l'indice PMI pour l'emploi demeurant en territoire expansionniste (supérieur à 50) dans l'ensemble des secteurs en février. Le taux de chômage a continué de baisser, s'établissant à 6,8 % en janvier. Le taux de vacance d'emploi montre que les secteurs sont de plus en plus nombreux à enregistrer un plus grand nombre de postes vacants. Le taux de vacance d'emploi dans la zone euro n'a pas atteint le niveau observé aux États-Unis, mais il confirme le renforcement de la demande de main-d'œuvre.

Concernant l'exercice de projection de mars 2022 réalisé par les services de la BCE, M. Lane a souligné que les variables utilisées dans les hypothèses techniques avaient déjà considérablement évolué depuis la date d'arrêt des projections (28 février) qui, du fait de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, a été avancée au 24 février. L'exercice de projection prévoit une croissance du PIB en volume de 3,7 % en 2022, soit une révision à la baisse de 0,5 point de pourcentage pour 2022, essentiellement due à l'impact de la crise en Ukraine sur les prix de l'énergie, sur la confiance et sur les échanges commerciaux. Pour 2023 et 2024, la croissance du PIB demeure globalement inchangée par rapport aux projections de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème. En termes nominaux, après une série de chocs sans précédent sur les prix de l'énergie, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 5,1 % et l'inflation sous-jacente à 2,6 % en 2022. L'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devrait rester légèrement supérieure à 2,0 % en 2023 et revenir à 1,9 % en 2024. Depuis les projections de décembre 2021, l'inflation totale a été révisée à la hausse de 1,9 point de pourcentage et l'inflation sous-jacente de 0,7 point de pourcentage pour 2022.

S'agissant du taux d'épargne, une baisse est prévue sur l'horizon de projection, les ménages étant probablement amenés à réduire leur épargne afin d'atténuer le choc sur les prix de l'énergie à court terme et à doper leurs dépenses de consommation plus tard, avec la réouverture de l'économie.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En raison de la forte incertitude entourant les conséquences du conflit militaire pour la zone euro, les services de la BCE ont préparé deux scénarios : un scénario adverse et un scénario sévère. Ces deux scénarios impliquent une perte de revenus permanente, la projection relative au niveau du PIB étant nettement inférieure à celle du scénario de référence. Le scénario adverse fait l'hypothèse de sanctions supplémentaires contre la Russie, avec des perturbations sur le marché de l'énergie dans la zone euro ainsi qu'une montée de l'incertitude et des répercussions financières. Outre ces caractéristiques, le scénario sévère inclut une plus forte sensibilité des prix sur les marchés de l'énergie aux diminutions de l'offre, un durcissement supplémentaire des conditions financières et des effets de second tour plus importants de la hausse des salaires sur l'inflation. Dans les deux scénarios, l'inflation serait nettement plus élevée à court terme, mais elle reviendrait à un niveau légèrement inférieur à sa cible en 2024.

Concernant l'analyse tirée de modèles des risques pesant sur les perspectives d'inflation, l'évaluation s'appuie sur deux approches alternatives. La première approche repose sur des simulations de modèles, qui estiment la probabilité que l'inflation annuelle mesurée par l'IPCH soit supérieure à 2 % en 2024. Il en ressort que les risques sont globalement équilibrés, la plupart des simulations de modèles indiquant une probabilité inférieure à 50 % que l'inflation soit supérieure à sa cible en 2024. La seconde approche consiste à calculer une probabilité prévisionnelle pour la hausse de l'IPCH à un an et à trois ans, sur la base d'indicateurs financiers et monétaires. Selon cette approche également, la probabilité prévisionnelle d'une inflation supérieure à 2 % en 2024 est inférieure à 50 %. Dans l'ensemble, les deux approches suggèrent qu'il existe des risques dans les deux directions, mais que ces risques semblent globalement équilibrés. Ces analyses confirment par conséquent l'opinion selon laquelle l'inflation se situera autour de la cible de 2 % en 2024, c'est-à-dire à la fin de l'horizon.

De même, d'après l'enquête de mars auprès des analystes monétaires (enquête SMA), la médiane de la distribution des anticipations d'inflation à plus long terme continue de se situer autour de 2 %, c'est-à-dire sans grand changement par rapport à la campagne d'enquête de février. Étant donné la relative stabilité de la composante anticipations d'inflation, on peut également affirmer que les mouvements du taux réel résultent des évolutions de la prime de risque. S'agissant de la balance des risques, les participants à l'enquête SMA estiment que les risques entourant l'inflation en 2024 sont équilibrés autour de la cible d'inflation. Cette distribution à peu près égale entre les niveaux supérieur et inférieur à 2 % signifie que des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse pèsent sur l'inflation.

En ce qui concerne les dernières évolutions de l'inflation, l'inflation totale mesurée par l'IPCH a fortement augmenté depuis l'été 2021, atteignant 5,8 % en février 2022. La contribution la plus forte à cette hausse provient de l'énergie : en février, elle a représenté 3,1 points de pourcentage de la hausse du taux d'inflation à 5,8 %, avec une augmentation de 31,7 % des prix de l'énergie. Parmi les composantes énergétiques, non seulement le carburant, mais également le gaz et l'électricité ont contribué de manière significative à ce renchérissement de l'énergie. Les prix des autres

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

composantes de l'IPCH, telles que les produits alimentaires, les biens et les services, ont également augmenté. L'énergie entrant dans la production de tous les secteurs, chaque fois qu'un choc très important et persistant frappe les prix de l'énergie, il se répercute plus fortement sur d'autres composantes. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente, qui servent traditionnellement à identifier les éléments persistants de l'inflation, ont augmenté. Tels quels, ils signalent que l'inflation totale et l'inflation sous-jacente seront plus élevées dans le futur.

Toutefois, si ces indicateurs rendent correctement compte des évolutions de l'inflation à moyen terme en période normale, ils sont actuellement affectés par deux chocs : celui de la pandémie et celui, massif, lié aux prix de l'énergie. Il convient donc d'être prudent dans l'analyse des facteurs qui sous-tendent la dynamique de l'inflation dans le contexte actuel et les évolutions des différentes composantes de l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors produits alimentaires et énergie.

S'agissant tout d'abord de la hausse des prix des biens (biens industriels non énergétiques), au cours de la période récente, environ 1 point de pourcentage de cette hausse peut être attribué à une combinaison de goulets d'étranglement au niveau de l'offre – tels qu'ils ressortent de l'indice PMI relatif aux délais de livraison – et aux prix du pétrole. Historiquement, la hausse des prix des biens oscillait autour de 0,5 %. Puis, plus récemment, elle a augmenté pour s'établir autour de 1,5 % avant de poursuivre sa hausse et dépasser 2 % selon les dernières données. Toutefois, selon les estimations, cette hausse est due, pour 1 point de pourcentage, à des facteurs non persistants, à savoir les goulets d'étranglement et le choc sur les prix de l'énergie.

M. Lane a poursuivi en expliquant que les projections de mars de la BCE relatives à l'IPCH avaient été établies autour de l'hypothèse que le choc sur les prix de l'énergie constituait un effet de niveau et ne durerait pas. La même hypothèse s'applique aux goulets d'étranglement, qui sont également à l'origine d'un effet de niveau ne constituant cependant pas une source permanente d'inflation. Par conséquent, s'agissant de la hausse des prix des biens, les raisons pour lesquelles l'inflation est élevée sont temporaires. Une fois que ces chocs se seront dissipés, l'inflation devrait baisser.

La seconde composante de l'inflation sous-jacente, la hausse des prix des services, inclut des éléments temporaires similaires. La réouverture de l'économie, un élément temporaire clé, doit également être interprétée comme un effet de niveau plutôt que comme un effet permanent sur l'inflation.

Sur l'ensemble de l'horizon de projection et en cumulant l'impact du choc lié aux prix de l'énergie sur l'inflation sous-jacente depuis le dernier trimestre 2021, l'analyse des services de la BCE montre que la hausse cumulée de l'inflation sous-jacente résulte, pour 3 points de pourcentage environ, des effets indirects de l'énergie. À court terme (jusqu'à début 2023), l'impact indirect explique, selon les estimations, l'essentiel de l'augmentation de l'inflation sous-jacente. Mais à plus long terme, avec la disparition de la sous-utilisation des capacités et la stabilisation de l'effet lié à l'énergie, l'inflation

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

sous-jacente serait de nouveau essentiellement déterminée par des facteurs traditionnels, et un effet de type courbe de Phillips commencerait à s'exercer. En somme, ces analyses montrent l'effet très important que les prix de l'énergie, les goulets d'étranglement et la réouverture de l'économie exercent sur l'inflation sous-jacente.

En ce qui concerne les salaires, les projections de mars établies par les services de la BCE reposent sur l'observation qu'il n'y a, jusqu'à présent, aucun signe de fortes tensions sur les salaires, ce qui est conforme à l'évaluation selon laquelle la situation sur le marché du travail n'est pas très tendue. Les projections suggèrent un redressement progressif des salaires en 2022, sur la base des données recueillies concernant les nouveaux accords salariaux. Étant donné que les conventions collectives couvrent généralement un à deux ans, le fait d'examiner les accords déjà signés est instructif quant aux augmentations de salaires négociées sur les mois à venir. Pour la zone euro dans son ensemble, la croissance de la rémunération par tête en 2023 devrait s'établir à 3,4 %, l'impact de l'augmentation du salaire minimum en Allemagne étant estimé à 0,5 point de pourcentage environ.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de mars établies par les services de la BCE ont fait état d'une poursuite de l'amélioration des perspectives budgétaires de la zone euro. La trajectoire attendue de la correction budgétaire est progressive et résulte largement de l'amélioration de la composante conjoncturelle. Dans l'ensemble, le déficit budgétaire de la zone euro devrait demeurer plus élevé qu'au cours de la période précédant la pandémie. Le ratio dette/PIB devrait également s'améliorer – de 10 points de pourcentage environ entre 2020 et 2024 – en grande partie grâce à la prévision d'une évolution robuste de la croissance, qui devrait revenir à sa trajectoire d'avant la pandémie.

Même si les soldes budgétaires devraient s'améliorer, les paiements d'intérêts ont été révisés à la hausse depuis les projections de décembre. Toutefois, concernant les paiements d'intérêts, il est important de rappeler que les taux d'intérêt d'un grand nombre d'obligations à dix ans arrivant à échéance sont supérieurs aux taux actuellement en vigueur. En ce qui concerne les mesures que les pouvoirs publics ont mises en œuvre ou ont annoncées afin d'atténuer l'incidence du choc sur les prix de l'énergie, pour l'agrégat de la zone euro, le scénario de référence a intégré un impact associé de 0,2 % environ du PIB en 2022. Des mesures supplémentaires – n'ayant pas encore été intégrées au scénario de référence – ont récemment été approuvées dans plusieurs pays.

## Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a souligné que l'invasion de l'Ukraine par la Russie aura des effets significatifs sur l'activité économique et l'inflation en raison du renchérissement de l'énergie et des matières premières, des perturbations des échanges commerciaux et du recul de la confiance. Les perspectives pour l'économie dépendront de l'évolution du conflit, des retombées des sanctions

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

économiques et financières et d'éventuelles mesures supplémentaires. Dans tous les cas, le degré d'incertitude devrait rester extraordinairement élevé.

Dans le même temps, les fondamentaux dans la zone euro sont demeurés solides sous l'effet du soutien important apporté par les politiques publiques. La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer, le chômage étant descendu à 6,8 % en janvier. Les facteurs défavorables antérieurs qui pesaient sur la croissance s'atténuent progressivement. Les mesures visant à contenir la propagation du variant Omicron du coronavirus ont eu un effet plus modéré que lors des vagues précédentes et sont progressivement levées, et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre montrent des signes d'atténuation. Les effets, pour les ménages et les entreprises, du choc massif sur les prix de l'énergie pourraient être partiellement amortis par le recours à l'épargne accumulée pendant la pandémie et par des mesures budgétaires compensatoires. À moins que les scénarios les moins favorables ne se concrétisent, le scénario de référence prévoit que l'économie se redressera courant 2022.

Les projections de mars relatives à la production ont été révisées à la baisse à court terme en raison de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. En revanche, les projections de référence prévoient toujours que l'économie enregistre une croissance à un rythme soutenu pendant le reste de l'année 2022. Plus tard sur l'horizon de projection, les prix de l'énergie devraient se modérer et la normalisation attendue du taux d'épargne, ainsi que la situation favorable sur le marché du travail, devraient soutenir la consommation des ménages. La production devrait croître de 3,7 % en 2022, 2,8 % en 2023 et 1,6 % en 2024.

Les risques pesant sur les perspectives économiques se sont nettement accrus avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie et sont orientés à la baisse. Bien que les risques liés à la pandémie aient diminué, la guerre pourrait détériorer le climat économique et générer de nouvelles contraintes du côté de l'offre. Le niveau durablement élevé des coûts de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande davantage que prévu et freiner la consommation et l'investissement. Selon des scénarios différents concernant les effets économiques et financiers de la guerre, qui seront publiés en même temps que les projections, l'activité économique pourrait être largement freinée par une augmentation plus rapide des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que par une détérioration plus importante des échanges commerciaux et du climat économique.

L'inflation a fortement augmenté au cours des derniers mois. L'inflation mesurée par l'IPCH a surpris à la hausse en février, ressortant à 5,8 % après 5,1 % en janvier. Les prix de l'énergie, qui ont enregistré une hausse de 31,7 % en février, continuent d'être le principal moteur de l'inflation. Les prix des produits alimentaires ont augmenté aussi, du fait de facteurs saisonniers, des importants coûts de transport et du renchérissement des engrais. Les tensions sur les prix se sont encore généralisées, les prix d'un grand nombre de biens et de services s'étant fortement accrus, car les prix de l'énergie se sont répercutés sur les structures de coûts dans de nombreux secteurs, et les goulets

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

d'étranglement ont alimenté les tensions en amont. L'inflation devrait encore augmenter à court terme en raison des risques liés aux coûts de l'énergie. Il devrait également y avoir de nouvelles tensions sur les prix de certains produits alimentaires et matières premières du fait de la guerre en Ukraine. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente se sont inscrites en hausse au cours des derniers mois, mais la persistance de l'augmentation de ces indicateurs est incertaine en raison des effets indirects du renchérissement de l'énergie et du rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie. La croissance des salaires est restée globalement modérée, même si de plus en plus de secteurs subissent des pénuries de main-d'œuvre.

Les projections de mars établies par les services de la BCE prévoient une hausse de l'IPCH de 5,1 % en 2022, 2,1 % en 2023 et 1,9 % en 2024. La révision substantielle à la hausse de l'inflation en 2022 reflète principalement l'effet des surprises à la hausse en janvier et février et l'impact de la guerre sur l'évolution des prix de l'énergie et des matières premières. La hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait suivre une tendance similaire, atteignant 2,6 % cette année avant de diminuer à 1,8 % en 2023 et 1,9 % en 2024. La croissance des salaires attendue en 2022 est plus élevée, en partie en raison de certains rattrapages des salaires et de l'impact indirect des augmentations du salaire minimum sur toute l'échelle des salaires. À l'avenir, une nouvelle amélioration de la situation sur le marché du travail et le retour de l'économie à sa pleine capacité devraient contribuer à une hausse plus rapide des salaires au cours de l'horizon de projection. Selon plusieurs mesures, les anticipations d'inflation à plus long terme se sont à nouveau ancrées au niveau de la cible de 2 %. Dans l'ensemble, l'amélioration de la situation sur le marché du travail et le réancrage des anticipations d'inflation ont renforcé la probabilité que l'inflation se stabilise autour de sa cible de 2 % à moyen terme.

La guerre en Ukraine représente un important risque à la hausse pour les prix de l'énergie. Si les tensions sur les prix alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, l'inflation pourrait aussi être plus forte à moyen terme. Toutefois, un éventuel affaiblissement de la croissance économique à moyen terme pourrait réduire les tensions sur les prix. Selon des scénarios alternatifs sur les effets économiques et financiers de la guerre, l'inflation pourrait être nettement plus élevée à court terme. Cependant, elle devrait s'atténuer progressivement et s'établir en 2024 à des niveaux proches de la cible de 2 %.

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une forte volatilité sur les marchés financiers. Après le déclenchement de la guerre, la hausse des taux d'intérêt de marché sans risque observée depuis la réunion de février s'est partiellement inversée. Les hausses significatives des rendements souverains qui ont accompagné la pentification de la courbe des taux sans risque début février se sont également en partie inversées. Les actions de la zone euro ont enregistré de fortes baisses, en particulier dans le secteur bancaire. L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar, car les investisseurs évaluent les conséquences de la guerre sur l'économie de la zone euro. Les effets de contagion exercés par les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

perturbations des marchés financiers sur les taux du marché monétaire appliqués aux emprunts en blanc et garantis ont été contenus jusqu'à présent, tandis que les taux débiteurs des banques sur les prêts consentis aux entreprises sont restés favorables dans l'ensemble, malgré quelques corrections à la hausse.

Plus que jamais, il est nécessaire de conserver l'optionnalité dans la conduite de la politique monétaire. Dans les conditions actuelles, il est particulièrement important que la politique monétaire reste déterminée par les données et que l'optionnalité aille dans les deux sens. D'une part, la politique monétaire ne devrait pas se limiter, dans sa réponse rapide, au risque d'excès d'inflation, dans le cas où les tensions observées sur les prix se prolongent à moyen terme. D'autre part, il convient de ne pas écarter la possibilité de prendre toutes les mesures nécessaires si la crise actuelle s'intensifie encore, car une nouvelle intensification pourrait freiner la reprise économique dans la zone euro et compromettre la stabilité du système financier. Le nouveau paysage de l'inflation et l'asymétrie des risques entourant le scénario de référence relatif à l'inflation suggèrent que la mission des achats nets d'actifs – visant à « renforcer les effets accommodants de nos taux directeurs » – pourrait être considérée comme étant proche d'être accomplie. Cela a constitué un argument en faveur de la réduction du profil d'achats dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) par rapport à la trajectoire décidée en décembre. Dans le même temps, la guerre a généré de l'incertitude à l'égard des perspectives économiques de la zone euro. Il est nécessaire de veiller au bon fonctionnement des conditions de liquidité et de prendre toutes les mesures nécessaires pour préserver la stabilité financière et remplir le mandat de maintien de la stabilité des prix.

Compte tenu de ces éléments, M. Lane a proposé d'annoncer une trajectoire d'achats nets de 40 milliards d'euros en avril, 30 milliards en mai et 20 milliards en juin. Le calibrage des achats nets qui seront effectués au troisième trimestre tiendra compte des données et de l'évolution de l'évaluation des perspectives. Si les données disponibles confirment la prévision selon laquelle les perspectives d'inflation à moyen terme peuvent être maintenues même après la fin des achats nets d'actifs, alors les achats nets cesseront au cours du troisième trimestre 2022. Toutefois, en cas de détérioration des perspectives ou si les conditions de financement ne permettent plus de nouvelles avancées vers la cible de 2 %, le Conseil des gouverneurs sera prêt à réviser tant le volume que la durée de ses achats nets d'actifs.

Enfin, M. Lane a proposé trois modifications de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt.

Premièrement, dans les conditions actuelles, le « biais accommodant » – l'anticipation que, à l'avenir ou jusqu'à ce que les trois conditions soient considérées comme remplies, les taux directeurs seront maintenus à leur niveau actuel « ou à un niveau inférieur » – n'est plus nécessaire. En particulier, si un nouvel assouplissement était nécessaire en réponse à une détérioration significative des perspectives, les achats d'actifs pourraient être l'instrument d'ajustement approprié. Deuxièmement, il est nécessaire de continuer d'indiquer que toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

se produira « quelque temps après la fin des achats nets du Conseil des gouverneurs au titre de l'APP ». Compte tenu du fait que le délai indiqué pour les achats nets d'actifs est provisoire et qu'il tiendra compte des données, le calendrier pour tout relèvement des taux devra être dissocié de la date de fin des achats nets. Cela laissera au Conseil des gouverneurs une marge de manœuvre pour évaluer les conditions après la fin des achats d'obligations et avant de franchir une nouvelle étape vers la normalisation. Par conséquent, la communication concernant le séquençage des mesures et le délai entre celles-ci sera directement intégrée dans la *forward guidance* sur les taux afin de réitérer le séquençage des instruments de politique monétaire. L'expression « quelque temps » exprime la notion que l'intervalle de temps entre la fin des achats nets d'actifs et le relèvement des taux n'est pas prédéterminé. Cela est particulièrement important dans un environnement incertain. Cet intervalle dépendra plutôt du calendrier pour le respect des critères de la *forward guidance* sur les taux et de la prise en compte appropriée des conditions économiques, financières et de marché dans les décisions relatives aux taux d'intérêt. Ainsi, cette nouvelle formulation améliore clairement la flexibilité et l'optionnalité. Elle contribuera à gérer – de manière plus agile – chaque étape vers la mise en œuvre de la séquence des décisions de normalisation, permettant à ces étapes d'être plus en phase avec les données disponibles. La troisième innovation proposée concernant la *forward guidance* sur les taux se compose de deux éléments. Le Conseil des gouverneurs reconferme que l'évolution des taux directeurs restera déterminée par la *forward guidance* et par l'engagement stratégique à stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme. En outre, le Conseil signale que toute modification des taux d'intérêt sera « progressive », ce qui est particulièrement important en période d'incertitude.

## 2. Discussions au sein du Conseil des gouverneurs et décisions de politique monétaire

### Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont globalement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro et des risques pesant sur les perspectives d'activité présentée par M. Lane dans son introduction. L'économie a crû de 5,3 % en 2021, le PIB retrouvant, à la fin de l'année, son niveau d'avant la pandémie. La croissance s'est cependant ralentie, à 0,3 %, au dernier trimestre 2021 et devrait rester atone au premier trimestre 2022. Les perspectives économiques dépendront de l'évolution de la guerre entre la Russie et l'Ukraine ainsi que des effets des sanctions économiques et financières et des éventuelles mesures de rétorsion. La guerre entre la Russie et l'Ukraine aura des effets significatifs sur l'activité économique et l'inflation en raison du renchérissement de l'énergie et des matières premières, des perturbations des échanges commerciaux et du recul de la confiance. L'ampleur de ces effets

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

dépendra de la suite du conflit, des retombées des sanctions en vigueur et d'éventuelles mesures supplémentaires. Dans le même temps, les répercussions de la guerre doivent être envisagées dans le contexte d'une économie de la zone euro reposant sur des fondamentaux solides, car un certain nombre de facteurs défavorables pesant sur la croissance se sont atténués. Les mesures visant à contenir la propagation du variant Omicron ont eu des retombées moins fortes que celles prises lors des vagues précédentes de coronavirus, et elles sont progressivement levées. Les perturbations de l'offre causées par la pandémie commencent également à s'atténuer. De plus, les effets, pour les ménages et les entreprises, du choc massif sur les prix de l'énergie pourraient être partiellement amortis par le recours à l'épargne accumulée pendant la pandémie et par des mesures budgétaires compensatoires.

Les membres du Conseil ont salué le fait que, face à un environnement hautement incertain, les projections de mars établies par les services de la BCE ont envisagé des scénarios alternatifs. Selon ces scénarios alternatifs concernant les effets économiques et financiers de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, l'activité économique pourrait être largement freinée par une augmentation plus rapide des prix de l'énergie et des matières premières ainsi que par une détérioration plus importante des échanges commerciaux et du climat économique. L'inflation pourrait être nettement plus élevée à court terme. Cependant, elle devrait diminuer progressivement et s'établir en 2024 à des niveaux proches de la cible de 2 %.

Au cours de leurs discussions, les membres ont souligné l'incertitude exceptionnelle que la guerre en Ukraine et ses répercussions impliquent pour les perspectives économiques. Cela ne vaut pas seulement à court terme, mais également à moyen terme. Il a été suggéré que, dans ces conditions, la BCE fait face à une « incertitude knightienne », c'est-à-dire un type d'incertitude qui n'est pas quantifiable. Les craintes et les préoccupations associées à la guerre sont difficilement prises en compte par les modèles standards.

Un large consensus s'est dégagé sur la direction que prendraient les effets initiaux de la guerre sur l'économie de la zone euro, à savoir à la hausse pour l'inflation et à la baisse pour la croissance économique, ce que l'on peut très bien considérer comme un nouveau choc d'offre négatif. Cela pourrait avoir une incidence inflationniste ou désinflationniste à plus long terme. Le risque économique principal et le plus imminent résultant de la guerre est une poursuite du renchérissement des prix de l'énergie et des matières premières. Compte tenu de la probabilité que les prix de l'énergie et des produits alimentaires subissent de nouvelles tensions à la hausse et de l'importance de ces produits dans les paniers de consommation, il existe un risque de fortes répercussions sur les perceptions et les anticipations d'inflation des ménages.

La réaction de l'épargne des ménages a été considérée comme un élément clé de la transmission macroéconomique du choc lié à la guerre. D'une part, on peut s'attendre à une hausse de l'épargne. La chute du prix des actifs et la montée de l'incertitude depuis le début de la guerre pourraient

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

conduire à un comportement plus prudent et à des ajustements de portefeuille de la part des ménages et des entreprises. La situation a été jugée comme se rapprochant probablement davantage de la crise financière que de la crise sanitaire mondiale, au cours de laquelle les restrictions avaient induit une épargne forcée. Si elles se conjuguait à un arrêt complet de l'approvisionnement en pétrole et en gaz russes à destination de la zone euro, l'incertitude accrue et l'aversion au risque pourraient conduire à une évaluation nettement plus pessimiste des perspectives économiques que celle présentée dans les projections de référence et les scénarios établis par les services de la BCE. D'autre part, il a été avancé que les ménages sont confrontés à une augmentation de leurs factures d'énergie, ce qui laisse peu de marge pour se constituer une épargne. Les effets d'incertitude pourraient être encore plus importants pour les pays limitrophes de la Russie. Enfin, il a été souligné que le stock important d'épargne accumulée par les ménages durant la pandémie pourrait constituer un moyen d'atténuer partiellement la hausse des prix de l'énergie.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation faite par M. Lane selon laquelle le variant Omicron a ralenti la dynamique de développement au niveau mondial fin 2021-début 2022, en particulier dans les services, mais que son impact s'est réduit. En outre, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre mondiale semblent être au-delà de leur pic, même si les délais de livraison restent très longs. La guerre entre la Russie et l'Ukraine a conduit à une révision à la baisse de la demande extérieure adressée à la zone euro, ce qui est visible essentiellement pour 2023, l'effet sur 2022 étant atténué par un acquis de croissance positif lié aux évolutions de 2021. Après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les prix des matières premières ont fortement augmenté, l'euro s'est déprécié – en particulier vis-à-vis du dollar – et les prix des actifs risqués ont baissé. S'agissant des caractéristiques de ce nouveau choc affectant l'économie de la zone euro, il a été mentionné qu'il y aurait des conséquences économiques, militaires et politiques importantes pour l'Europe, qu'on verrait apparaître progressivement au fil du temps. Il a été indiqué que, outre le pétrole et le gaz, la Russie et l'Ukraine étaient également de grands exportateurs de plusieurs autres matières premières importantes (blé, engrais et métaux rares). Ce qui risque d'entraîner de sérieux goulets d'étranglement au niveau mondial pour un certain nombre de produits. Enfin, il a été rappelé que la dépréciation récente de l'euro amplifiait le choc défavorable sur les termes de l'échange que la zone euro subit actuellement en raison de la hausse des prix des matières premières.

Les membres du Conseil sont globalement convenus avec M. Lane que la guerre entre la Russie et l'Ukraine avait commencé dans un contexte de fondations par ailleurs solides pour une reprise soutenue dans la zone euro cette année. Les gouvernements mettant désormais fin à la plupart des restrictions liées à la pandémie, l'économie de la zone euro était sur la voie d'une reprise soutenue avant l'intensification du conflit. Par conséquent, l'économie de la zone euro a abordé cette nouvelle crise avec de meilleurs fondamentaux qu'en mars 2020. Même le scénario sévère présenté par les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

services de la BCE est moins préjudiciable à la croissance que le scénario comparable que le Conseil des gouverneurs avait envisagé deux ans auparavant en réponse à l'émergence du coronavirus. Dans ce contexte, il a également été rappelé qu'au niveau mondial, la guerre entre la Russie et l'Ukraine, à laquelle s'ajoutent les sanctions économiques et financières, ne pouvait pas être comparée à la paralysie de l'économie mondiale en mars 2020.

Des éléments rassurants émanent pour l'essentiel de l'amélioration constante de la situation sur le marché du travail, avec un taux de chômage diminuant pour s'établir à 6,8 % en janvier. Tous les indicateurs du marché du travail se situant plus ou moins à des niveaux historiquement élevés, le revenu des ménages devrait poursuivre sa croissance. Dans le même temps, il a été avancé qu'une évaluation pessimiste des conséquences économiques de la guerre entre la Russie et l'Ukraine signifierait que le marché du travail très dynamique qu'on observe actuellement pourrait ne pas se prolonger. Une contraction de l'économie sous l'effet de la guerre entre la Russie et l'Ukraine pourrait conduire à un marché du travail plus morose, comme cela a été observé dans les années 1980. La baisse des revenus qui en résulterait pourrait se traduire par une faiblesse persistante de l'économie, notamment par des pressions à la baisse sur l'inflation.

S'agissant de la réponse budgétaire à la guerre entre la Russie et l'Ukraine, les membres du Conseil sont convenus que de nouvelles mesures étaient probables et souhaitables aux niveaux national et européen. À l'heure actuelle, cependant, une grande incertitude continue d'entourer de telles initiatives. S'il est clair que l'activité économique va souffrir à court terme, la consommation et l'investissement pourront être stimulés au cours des prochaines années par trois types de dépenses budgétaires. Premièrement, il y aura des investissements supplémentaires dans le secteur de l'énergie pour réduire la dépendance vis-à-vis du gaz et du pétrole russes, y compris des investissements dans la transition vers une énergie verte. Deuxièmement, il y aura une augmentation des dépenses liées à la défense en Europe. Troisièmement, il y aura davantage de dépenses publiques pour soutenir l'Ukraine et les réfugiés. Globalement, une telle augmentation des dépenses publiques tend à accroître les pressions sur les ressources et les prix.

Au total, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives économiques se sont nettement accrus avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie et sont orientés négativement. Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre en Ukraine pourrait avoir une incidence plus marquée sur le climat économique et accentuer encore les contraintes du côté de l'offre. Le niveau durablement élevé des coûts de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande davantage que prévu et freiner la consommation et l'investissement.

Dans ce contexte, il a été avancé que la guerre constituait un choc stagflationniste, ce qui implique une baisse de l'activité et une hausse de l'inflation à court terme. Toutefois, compte tenu du point de départ extrêmement robuste et de l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen terme, il est difficile de savoir de quelle façon ce choc pourrait faire basculer l'économie de la zone euro dans la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

stagflation. Dans ce contexte, la réponse budgétaire serait elle aussi très importante pour obtenir un résultat favorable. Dans le même temps, une activité plus atone aux deuxième et troisième trimestres de cette année pourrait toutefois se traduire par une récession technique en termes de taux de croissance trimestriels. Enfin, même si l'impact de la guerre est clairement inflationniste à court terme, compte tenu de la forte montée de l'incertitude et de l'accroissement des risques pour la stabilité financière, il pourrait devenir aussi bien inflationniste que désinflationniste à plus long terme.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation a continué de surprendre en affichant de fortes hausses en février, où elle est passée à 5,8 %, avant même que les effets de la guerre ne deviennent visibles. Par ailleurs, il faut s'attendre à une poursuite de cette hausse à court terme. Les prix de l'énergie demeurent la principale raison de ce fort taux d'inflation et poussent également à la hausse les prix dans de nombreux autres secteurs. Les prix des produits alimentaires ont également augmenté, et la guerre en Ukraine fera peser de nouvelles tensions sur les prix de certains produits alimentaires et matières premières. Enfin, les hausses de prix se sont généralisées et la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux bien supérieurs à 2 %. Toutefois, les points de vue sont différents sur la persistance de ces hausses, étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie. Les indicateurs extraits d'instruments de marché suggèrent que les prix de l'énergie demeureront élevés plus longtemps que prévu précédemment, avant de se modérer sur l'horizon de projection. Les tensions sur les prix dues aux goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre devraient finir par s'affaiblir. La croissance des salaires est restée globalement modérée, mais, au fil du temps, le retour de l'économie à son plein potentiel devrait favoriser une hausse plus rapide des salaires. Plusieurs mesures des anticipations d'inflation à plus long terme issues des marchés financiers et tirées d'enquêtes se situent à 2 % environ. Ces facteurs devraient permettre à l'inflation totale de se stabiliser durablement à l'objectif de 2 %.

Lors de leur examen des projections de mars 2022, les membres du Conseil ont noté la révision à la hausse substantielle des perspectives d'inflation à court terme depuis les projections de décembre 2021. Les données publiées relatives à l'inflation en février ont constitué la dernière série de surprises à la hausse consécutives. Cela a conduit aux révisions des projections d'inflation les plus importantes depuis de nombreuses années, en décembre et à nouveau en mars. Les niveaux élevés d'inflation se sont donc avérés moins transitoires que prévu précédemment, les dernières projections établies par les services de la BCE continuant néanmoins de prévoir un recul rapide de l'inflation, ce qui la rapprocherait de l'objectif, sur l'horizon de projection. Des erreurs de projection importantes et persistantes concernant l'inflation sous-jacente ont également été considérées comme un rappel que les modèles sous-estiment l'incidence de la reprise et la répercussion des prix des intrants sur les prix pour le consommateur final.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En particulier, des doutes ont été exprimés quant à la convergence de l'inflation vers 1,9 %, comme prévu dans les projections de référence des services de la BCE pour 2024, dernière année de l'horizon de projection. La question a été soulevée de savoir dans quelle mesure on pouvait s'attendre à un phénomène de retour à la moyenne aussi rapide pour l'inflation, plus rapide que lors de la précédente campagne de projections, après les énormes chocs actuels affectant l'inflation. Il est apparu déconcertant que les projections d'inflation continuent d'être légèrement inférieures à l'objectif de 2 % en 2024, malgré des hausses successives non prévues des résultats d'inflation, un écart de production durablement positif sur la majeure partie de l'horizon de projection et les augmentations récentes des anticipations d'inflation à plus long terme. Dans ce contexte, il a été admis que les modèles estimés à partir de données historiques montrent naturellement leurs limites face à des chocs inhabituels et à d'éventuels points de retournement ou changements de régime.

Il a de nouveau été souligné que la projection à moyen terme pour l'inflation totale repose sur l'hypothèse d'une trajectoire baissière des prix des contrats à terme sur l'énergie. Une telle trajectoire a été jugée discutable à la lumière de divers facteurs sur les marchés de l'énergie indiquant des tensions à la hausse plus durables. Il s'agit notamment des sanctions contre la Russie, du plan de l'Europe visant à réduire les importations de gaz russe et des initiatives en matière de changement climatique. Les analyses de sensibilité reposant sur des hypothèses techniques alternatives pour les prix des matières premières énergétiques pourraient induire des projections d'inflation nettement supérieures à 2 % pour 2023 et 2024. Dans le même temps, il a été rappelé que toutes les hypothèses mécaniques relatives aux prix du pétrole présentent des limites et qu'il est plus important, pour interpréter les projections, de comprendre si les prix du pétrole sont déterminés par des chocs de demande ou d'offre.

En ce qui concerne les perspectives à moyen terme, il a été considéré que la projection relative à la hausse des prix des produits alimentaires pourrait se situer dans la fourchette basse vers la fin de l'horizon et la question a été posée de déterminer si elle pouvait être durablement plus élevée. Il a également été fait référence à l'incidence haussière probable sur les projections d'inflation à moyen terme des évolutions des coûts des logements occupés par leur propriétaire, qui ne font pas encore partie de l'indice IPCH officiel. Compte tenu de ces différentes considérations, il a été avancé qu'il n'y avait pas lieu de prétendre connaître le chiffre exact de l'inflation en 2024, tandis qu'une attention accrue devrait être portée à l'incertitude et à la distribution des risques entourant les estimations ponctuelles de l'inflation.

Les membres du Conseil ont souligné que l'inflation sous-jacente et diverses autres mesures de l'inflation sous-jacente ont largement dépassé 2 %. Il s'agit notamment d'un fort mouvement haussier des prix qui sont modifiés moins fréquemment, ce qui constitue un bon indicateur des évolutions de l'inflation à moyen terme. Cela plaide contre une explication de l'inflation par la seule composante énergie et conforte l'évaluation selon laquelle l'inflation se généralise et est plus durable. Avec une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

telle tendance qui se pérennise, il est de plus en plus improbable que les mesures de l'inflation sous-jacente puissent diminuer à nouveau de manière significative à court terme. À moyen terme, les délais habituellement longs et variables de répercussion des prix à la production signifient que des tensions à la hausse considérables restent encore à venir. En revanche, selon les projections établies par les services de la BCE, les récentes hausses de l'inflation sous-jacente pourraient s'inverser en partie sur l'horizon de projection.

Toutefois, il a été souligné que l'inflation sous-jacente s'explique actuellement par des facteurs externes, notamment les prix de l'énergie et les goulets d'étranglement, plutôt que par des facteurs domestiques tels que les salaires. En outre, ces facteurs sont considérés comme des effets sur le niveau des prix qui disparaîtront progressivement de l'inflation au fil du temps. Il a également été fait référence à une analyse du profil historique de la hausse des prix à la production dans le secteur de l'énergie, qui a montré que la hausse des prix de l'énergie avait généralement oscillé entre des taux de variation positifs et négatifs. En dépit du récent pic haussier, il ne faut pas exclure que la hausse des prix de l'énergie puisse à nouveau devenir négative ultérieurement.

Il a été rappelé que les hausses ponctuelles des prix de l'énergie ne se traduiraient pas par une accélération persistante de l'inflation, qui, en fin de compte, nécessite une hausse des anticipations d'inflation et une croissance des salaires plus forte pour être auto-entretenu. Dans ce contexte, il a été noté que la croissance des salaires négociés fin 2021 était inférieure à la moyenne de 2020 et ne dénote pas de tensions salariales manifestes. Il a également été noté que la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, combinant croissance des salaires et évolutions de la productivité, devrait s'accélérer sur l'horizon de projection, mais rester inférieure à 2 %. Une comparaison de la croissance des salaires avec l'inflation a montré une baisse cumulée des salaires réels sur l'horizon de projection. La question a été posée de savoir si cela impliquait que le choc sur les termes de l'échange associé aux augmentations des prix de l'énergie serait absorbé par les seuls travailleurs, et quelle était la probabilité que cela se produise dans une situation de tensions sur les marchés du travail. Dans le même temps, on a fait observer que la baisse des salaires réels n'implique pas nécessairement une diminution de la part du travail dans le revenu si la croissance de l'emploi est également positive.

Quoi qu'il en soit, l'inflation, qui est obstinément élevée et plus élevée que prévu, a été largement considérée comme facteur d'accroissement de la probabilité d'effets de second tour, ce qui rendrait une accélération de l'inflation plus durable. Il a été avancé que, si des effets de second tour apparaissent sur les salaires, ceux-ci pourraient durer plus d'un an, les conventions collectives ayant tendance à être conclues pour des périodes plus longues. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que les effets de second tour puissent bien être de nature non linéaire, mettant un certain temps à émerger, avant de devenir très puissants et difficiles à arrêter. La dynamique du marché du travail et les indications d'une accentuation des tensions sur le marché du travail ont été considérées comme allant clairement dans le sens d'une hausse des tensions sur les salaires au cours de la période à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

venir. Il a été avancé que, par le passé, l'incidence des hausses des prix de l'énergie avait été de courte durée et avait donc été plus naturellement absorbée par les salaires ou les marges bénéficiaires. Cette fois-ci, la situation semble toutefois différente, étant donné le choc important sur l'énergie associé à des mutations structurelles de grande ampleur, une demande latente et des pénuries d'offre au cours de la période qui a suivi la pandémie. Cela remet en question la réaction apparemment très modérée des salaires à l'inflation dans les projections établies par les services de la BCE.

Dans le même temps, il a été rappelé que, dans ces projections, on faisait l'hypothèse que les effets de second tour soient en phase avec les observations historiques. Il existe également un risque que les effets prévus se révèlent trop puissants étant donné que, jusqu'à présent, la croissance des salaires, du moins dans certains pays, s'est avérée inférieure à ce qui était prévu précédemment. Par ailleurs, il a été rappelé que la vigueur actuelle des marchés du travail pouvait disparaître rapidement. Il a été fait référence aux années 1980, période durant laquelle les effets de second tour avaient induit des effets de « troisième tour » en termes de baisse de la production et de détérioration des marchés du travail. Il est également possible que les syndicats et les entreprises privilégient à nouveau la sécurité de l'emploi sur les gains salariaux, compte tenu de l'incertitude accrue liée à la guerre. En outre, les spirales salaires-prix sont peu probables tant que, contrairement aux années 1970 et 1980, l'engagement de la banque centrale en faveur de la stabilité des prix est considéré comme crédible.

Dans ce contexte, les facteurs qui représentent des risques pour les perspectives économiques ont également affecté les risques pesant sur les perspectives d'inflation, qui ont été perçus comme orientés à la hausse à court terme. La guerre en Ukraine constitue un important risque à la hausse, surtout pour les prix de l'énergie. Si les tensions sur les prix alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'anticipé, ou si elles ont des répercussions négatives durables au niveau de l'offre, l'inflation pourrait également se révéler plus importante à moyen terme. Toutefois, si la demande se détériore à moyen terme, cela pourrait aussi atténuer les tensions sur les prix. Il a été observé que les risques pesant sur les projections s'étaient déjà matérialisés, les prix du pétrole ayant encore augmenté entre la date d'arrêt pour les hypothèses retenues dans les projections et la réunion du Conseil des gouverneurs. En outre, il a été souligné que les dépenses budgétaires en matière de défense et d'énergie qui devraient intervenir au cours des prochaines années entraîneraient des tensions inflationnistes supplémentaires.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note des évaluations réalisées par Mme Schnabel et M. Lane relatives aux dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. La plupart des indicateurs se situent à 2 % environ, ce qui a été considéré comme une bonne nouvelle. Il a été souligné que certaines mesures extraites des instruments de marché sont

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

nettement supérieures à 2 %. D'une part, il a été suggéré que cela pouvait être considéré comme le premier signe d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation à long terme et de la nécessité d'un suivi attentif, car cela pouvait donner lieu à une spirale salaires-prix. D'autre part, il a été rappelé que ces mesures incluent des primes de risque et que leur correction laisserait toujours l'inflation réellement attendue à 2 % environ. À cet égard, l'attention a été attirée sur la corrélation entre les variations des prix du pétrole et les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché. Par exemple, une hausse du taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans pourrait traduire, entre autres, le fait que les investisseurs recherchent des couvertures pour se prémunir de la hausse de l'inflation induite par les prix du pétrole. Les anticipations d'inflation à plus long terme à 2 % environ peuvent s'interpréter comme reflétant les perceptions selon lesquelles le choc d'offre actuel aurait des effets haussiers directs sur l'inflation à court terme, mais qu'il aurait des effets baissiers via le revenu disponible à des horizons plus longs. Dans le même temps, il a été fait référence aux enquêtes nationales, qui ont montré que les anticipations d'inflation à moyen terme des entreprises et des ménages ont largement dépassé 2 %.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé les évaluations présentées par Mme Schnabel et M. Lane dans leurs introductions, selon lesquelles l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une forte volatilité sur les marchés financiers, en raison de l'incertitude accrue. Les marchés boursiers ont été beaucoup plus affectés dans la zone euro qu'aux États-Unis, reflétant le fait que la zone euro est plus exposée que les autres régions du monde aux conséquences de la guerre. À cet égard, l'ampleur de la baisse des cours boursiers depuis l'invasion de l'Ukraine, y compris pour les actions des banques peu exposées aux économies russe et ukrainienne, laisse penser que la transmission du choc économique à l'économie de la zone euro pourrait avoir des effets beaucoup plus défavorables que ce qui était impliqué par les expositions financières et commerciales directes – relativement faibles. Dans le même temps, il a été souligné que les tensions sur les marchés financiers semblent jusqu'à présent nettement moins sévères qu'au début de la pandémie. Il n'y a pas eu de « course aux espèces » similaire et la liquidité a bien résisté dans la plupart des compartiments du marché, même si les émissions sur le marché primaire ont été interrompues durant quelques jours pour les marchés des obligations d'entreprises.

Du point de vue de la stabilité financière, le principal canal de transmission de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières est lié à l'impact macroéconomique par le biais de l'inflation et de la croissance. Après le déclenchement de la guerre, les taux de marché sans risque ont partiellement inversé la hausse observée à la suite de la réunion des 2 et 3 février, l'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar et les prix des actions de la zone euro ont enregistré de fortes baisses, en particulier s'agissant des banques. Les sanctions financières contre la Russie n'ont pas provoqué, jusqu'à présent, de tensions persistantes sur les marchés monétaires ni de pénurie de liquidité au sein du système bancaire de la zone euro. Les bilans des banques sont restés sains dans l'ensemble, grâce à la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

robustesse de leurs fonds propres et à une réduction des prêts non performants, elle-même reflétant la solidité des finances des ménages et des bilans des entreprises. La croissance des prêts aux entreprises s'est ralentie après une forte accélération au dernier trimestre 2021, tandis que les prêts aux ménages résistent bien, en particulier les prêts au logement.

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

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les conditions financières et de financement dans la zone euro ont été jugées comme demeurant favorables dans l'ensemble, en dépit de la hausse des taux d'intérêt de marché observée depuis la réunion de politique monétaire de février. Même si les rendements nominaux des emprunts publics de la zone euro ont significativement augmenté depuis la réunion des 15 et 16 décembre 2021, cette évolution s'explique en grande partie par la compensation de l'inflation extraite des marchés. La nouvelle baisse sensible des taux d'intérêt réels, qui se sont établis à des points bas historiques et la dépréciation de l'euro laissent penser que l'orientation de la politique monétaire est restée très accommodante. Cela a soulevé la question de savoir si la configuration des instruments de politique monétaire, notamment la politique de taux d'intérêt négatifs, est encore cohérente avec une inflation qui revient vers sa cible à moyen terme. Toutefois, il a été noté que la baisse récente des taux d'intérêt sans risque a résulté de la détérioration du sentiment à l'égard du risque à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie et d'un assombrissement des perspectives macroéconomiques. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises ont légèrement augmenté, mais sont restés favorables dans l'ensemble, tandis que le coût de l'endettement de marché a enregistré une hausse plus marquée. Les taux des prêts au logement accordés aux ménages sont restés stables à des niveaux historiquement bas.

De nombreux membres du Conseil ont fait valoir que le niveau élevé actuel de l'inflation et sa persistance nécessitent de nouvelles mesures immédiates en faveur de la normalisation de la politique monétaire. L'inflation devrait être bien supérieure à la cible en 2022, avec des révisions à la hausse sans précédent au cours des deux derniers exercices de projection. Selon les projections, elle devrait rester supérieure à la cible en 2023, avec d'importants risques à la hausse, comme le montrent également les scénarios alternatifs. De plus, il a été avancé que la projection de référence relative à l'inflation pour 2024 pourrait être considérée comme se trouvant déjà effectivement à la cible, si l'on prend en compte l'incertitude accrue entourant les perspectives et la fragilité des hypothèses sous-jacentes aux projections. De plus, les mesures disponibles de l'inflation sous-jacente ont dépassé 2 %, ce qui laisse penser que les projections des services de la BCE peuvent sous-estimer la persistance d'une inflation supérieure à la cible.

Sur cette base, il a été avancé que dans la pratique, les trois conditions de la *forward guidance* pour un ajustement à la hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE sont soit déjà remplies, soit très

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

proches de l'être. Dans le même temps, il a été avancé que la persistance de l'augmentation de ces indicateurs de l'inflation sous-jacente reste incertaine, étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie. Il a également été remarqué que même si les critères de la *forward guidance* pouvaient être considérés comme remplis, l'incertitude est élevée à l'heure actuelle et le respect des critères constitue une condition nécessaire, mais non suffisante, pour un premier relèvement des taux directeurs. Le moment le plus approprié pour le premier ajustement à la hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE doit être déterminé par le Conseil des gouverneurs à la lumière de toutes les données disponibles et d'autres considérations, telles que les conditions prévalant sur les marchés financiers.

Même si l'invasion de l'Ukraine par la Russie a accru l'incertitude entourant les perspectives macroéconomiques, les risques liés pesant sur les perspectives d'inflation ont été largement considérés comme étant à sens unique, l'expérience suggérant que les guerres ont tendance à être inflationnistes, une situation souvent renforcée par une augmentation des dépenses budgétaires conjuguée à une orientation accommodante de la politique monétaire. Même si la guerre affectera probablement la croissance économique à court terme, la croissance annuelle devrait rester positive même dans le scénario sévère, indiquant un phénomène de « *slowflation* » plutôt qu'une stagflation. La persistance accrue de l'inflation accroît la probabilité d'effets de second tour via le renforcement de la dynamique des salaires. Même si la croissance des salaires est restée modérée jusqu'à présent, elle réagit généralement avec un décalage et éventuellement de manière non linéaire, avec un risque accru de spirale salaires-prix si la politique monétaire n'agit pas en temps voulu. En outre, une période plus longue d'inflation supérieure à la cible entraînerait un risque accru de perte d'ancrage à la hausse des anticipations d'inflation à plus long terme. Les dernières mesures de la compensation de l'inflation extraite des marchés sont passées au-dessus de 2 % sur l'ensemble de la structure par échéances, pour la première fois depuis de nombreuses années. Dans de telles circonstances, le Conseil des gouverneurs ne peut plus se permettre de faire abstraction de la hausse de l'inflation, même si elle est due à un choc d'offre défavorable.

Comme souligné par M. Lane, l'évolution du paysage de l'inflation depuis décembre appelle par conséquent à agir avec confiance et sans hésitation excessive. Cela a été considéré comme essentiel pour souligner la primauté de l'objectif de stabilité des prix, mais également pour fournir des orientations aux marchés et éviter ainsi de renforcer l'incertitude dans un environnement volatil. En particulier, il a été considéré comme essentiel de prendre des mesures lors de la réunion en cours pour réduire les achats prévus au titre de l'APP au cours des prochains trimestres afin de « débloquer » l'optionnalité pour de futures décisions sur les taux directeurs.

Il a été estimé que les achats dans le cadre de l'APP ont à présent rempli l'objectif fixé de renforcer l'orientation accommodante de la politique monétaire apportée par les taux d'intérêt négatifs de la BCE. Compte tenu de l'évolution des perspectives d'inflation depuis la réunion du Conseil des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

gouverneurs de décembre 2021, et des conditions de financement favorables, il n'apparaît plus évident que le rythme adopté précédemment pour les achats nets continue d'être proportionné, c'est-à-dire adapté, nécessaire et sans autre alternative moins coûteuse à disposition pour atteindre l'objectif fixé. Le fait de continuer à apporter un soutien monétaire par le biais d'achats nets d'actifs de même ampleur que ce qui avait été prévu en décembre n'est plus jugé cohérent avec l'objectif principal à un moment où l'inflation s'éloigne encore de la cible du Conseil des gouverneurs. Maintenir les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP en dépit des risques imminents pesant sur la stabilité des prix pourrait remettre en question la détermination du Conseil des gouverneurs à poursuivre son objectif principal, en particulier quand les risques d'inflation sont orientés à la hausse. La présente évaluation appelle donc à une sortie progressive, prudente et conditionnelle du recours à cet instrument non conventionnel, qui resterait en tout cas disponible pour une utilisation future, de manière proportionnée, dans le cadre de la boîte à outils dont dispose la BCE.

Prendre des mesures lors de la réunion en cours a également été jugé cohérent avec les principes de gradualisme, de prudence et de précaution. Une réaction tardive pourrait accroître le risque qu'un ajustement plus brutal de l'orientation de la politique monétaire s'avère nécessaire ultérieurement, ce qui pourrait être plus coûteux pour la croissance et la stabilité financière. À cet égard, il est plus important que jamais pour le Conseil des gouverneurs de suivre une approche progressive et s'appuyant sur les données, en mettant l'accent sur l'optionnalité et la flexibilité. La guerre a renforcé ce besoin d'optionnalité, en raison des risques à la hausse accrus pour l'inflation. Compte tenu du regain d'incertitude, il a néanmoins été jugé judicieux de conserver une certaine optionnalité dans les deux sens et une approche s'appuyant sur les données, dans la mesure où il est trop tôt pour dire comment les événements vont évoluer au cours des prochains mois. Dans ce contexte, il a été considéré comme justifié de prendre des mesures prudentes lors de la réunion en cours, notamment en réduisant le rythme des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP, tout en dissociant la date d'une première hausse des taux de la durée des achats d'actifs. Cela permettrait d'accroître l'optionnalité et la flexibilité du Conseil des gouverneurs sans impliquer que le relèvement intervienne automatiquement peu de temps après la fin des achats nets.

Parmi les membres du Conseil qui ont appelé à prendre des mesures lors de la réunion en cours, certains préféreraient fixer une date de fin ferme pour les achats nets dans le cadre de l'APP au cours de l'été et ne pas subordonner cette date aux événements en cours. Ce qui pourrait ouvrir la voie à une éventuelle hausse des taux au troisième trimestre de cette année, compte tenu de la détérioration des perspectives d'inflation. Conserver l'optionnalité pour les achats d'actifs induit un coût, en particulier si l'on considère le risque de « prendre du retard ».

D'autres membres ont exprimé une préférence pour l'adoption d'une approche attentiste lors de la réunion en cours, au vu de l'incertitude exceptionnellement élevée engendrée par la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Si la situation antérieure à la guerre pouvait inciter à un retrait partiel du soutien

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

monétaire pour accompagner la reprise, sous la forme d'un ajustement prudent s'ajoutant aux décisions prises en décembre 2021 en faveur de la normalisation, elle ne nécessitait pas d'amorcer un cycle de resserrement monétaire. Dans le nouvel environnement résultant de la guerre, des mesures vigoureuses sont encore moins justifiées et pourraient entamer encore plus la confiance. La guerre a impliqué une modification considérable de l'environnement macroéconomique depuis la réunion de février et les scénarios alternatifs ont suggéré que la zone euro pourrait entrer dans une récession technique durant les trimestres d'été. Il a été indiqué que sans le niveau élevé actuel de l'inflation, la réponse de politique monétaire appropriée aurait probablement été un assouplissement de l'orientation. Même si la guerre et le choc d'offre amplifié sur l'énergie qui lui est associé mettent la politique monétaire devant un dilemme difficile, il serait judicieux de maintenir le cap et d'attendre avant de décider de nouveaux ajustements de l'orientation de la politique monétaire. Cela permettrait une meilleure compréhension de la réponse de politique budgétaire prévue et des implications de la guerre pour les perspectives économiques et d'inflation. Agir lors de la réunion en cours soulève la question de savoir si le Conseil des gouverneurs se concentre davantage sur les évolutions de l'inflation à court terme que sur les perspectives d'inflation à moyen terme.

De l'avis de ces membres, les conditions de la *forward guidance* ne sont pas encore remplies et il n'est pas non plus évident qu'elles le soient bientôt. Les projections de référence établies par les services de la BCE et les deux scénarios alternatifs suggèrent tous que l'inflation reviendra en dessous de 2 % en 2024, dans la mesure où l'impact des prix élevés de l'énergie sur le niveau de l'inflation totale se sera alors estompé. Il a été avancé que la guerre constitue un choc d'offre et non un choc de demande, et il est par conséquent approprié que la politique monétaire regarde plus loin que ce choc plutôt que de surréagir aux chiffres actuels de l'inflation. Il a été indiqué que le Conseil des gouverneurs pouvait se permettre d'être patient, avec des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme qui se situent autour de 2 % et en l'absence de signe d'effets de second tour, dans la mesure où la croissance des salaires est restée modérée jusqu'à présent et a même été dernièrement plus lente qu'attendu dans les exercices de projection récents.

## Décisions de politique monétaire et communication

Au total, les membres du Conseil sont convenus que le recalibrage des instruments de politique monétaire proposé par M. Lane dans son introduction constituait un compromis équilibré et une ligne de conduite proportionnée pour remplir le mandat de maintien de la stabilité des prix du Conseil des gouverneurs. D'une part, en adoptant cette ligne de conduite, le Conseil des gouverneurs poursuit une normalisation graduelle de la politique monétaire, en phase avec son évaluation selon laquelle il est de plus en plus probable que l'inflation se stabilise autour de sa cible de 2 % à moyen terme. D'autre part, le recalibrage proposé permet de maintenir la flexibilité du Conseil des gouverneurs s'agissant

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

du rythme des achats nets d'actifs au titre de l'APP en soulignant la conditionnalité liée aux perspectives d'inflation à moyen terme et en augmentant l'optionalité en ce qui concerne les taux d'intérêt directeurs, en dissociant la date du relèvement de la date de fin attendue pour les achats nets d'actifs.

Sur la base de l'évaluation actualisée du Conseil des gouverneurs et en tenant compte de l'environnement incertain, il a été convenu de réviser les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP pour le deuxième trimestre comme proposé par M. Lane dans son introduction, à savoir fixer le montant des achats nets mensuels réalisés dans le cadre de ce programme à 40 milliards en avril, 30 milliards en mai et 20 milliards en juin. Il a également été convenu que le calibrage des achats nets qui seront effectués au troisième trimestre tiendra compte des données et de l'évolution de l'évaluation des perspectives par le Conseil des gouverneurs. Un large soutien a été apporté à l'anticipation conditionnelle selon laquelle le Conseil des gouverneurs mettra fin aux achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP au troisième trimestre si les données à venir confirment l'anticipation que les perspectives d'inflation à moyen terme ne s'affaibliront pas après la fin des achats nets. Cela donne au Conseil des gouverneurs la flexibilité et l'optionalité nécessaires, ainsi que le temps requis, pour réévaluer la situation lors des prochaines réunions.

En ce qui concerne la formulation de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux d'intérêt, les membres se sont accordés sur la suppression du « biais accommodant », c'est-à-dire le fait que le Conseil des gouverneurs avait précédemment fait part d'une anticipation selon laquelle les taux directeurs resteraient à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce que les trois conditions de la *forward guidance* soient jugées remplies, ce qui n'est plus considéré comme nécessaire. Les membres du Conseil sont également convenus de dissocier la date d'une hausse des taux de la date de fin des achats nets d'actifs, en remplaçant la formulation précédente selon laquelle les achats prendraient fin « peu avant » que le Conseil des gouverneurs commence à relever les taux d'intérêt directeurs. Même si les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP peuvent être considérés comme ayant atteint leur objectif de renforcer l'effet accommodant des taux directeurs, des éléments supplémentaires sont nécessaires avant de pouvoir conclure que les conditions d'une hausse des taux sont remplies. Par conséquent, il ne doit pas y avoir d'automatisme dans les décisions relatives aux relèvements des taux et il est prudent de conserver la flexibilité et l'optionalité à cet égard jusqu'à ce que l'impact de la guerre entre la Russie et l'Ukraine sur les perspectives d'inflation à moyen terme apparaisse plus clairement. Dans ce contexte, il n'a été jugé ni nécessaire ni judicieux de parvenir à une conclusion ferme à ce stade sur la question de savoir si les trois conditions de la *forward guidance* étaient déjà remplies.

Les membres du Conseil ont généralement soutenu la formulation proposée selon laquelle toute modification des taux d'intérêt directeurs de la BCE se produira « quelque temps après » la fin des achats nets d'actifs au titre de l'APP. S'il a été jugé approprié de communiquer la notion selon laquelle

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

le Conseil des gouverneurs a l'intention de gagner une marge supplémentaire pour évaluer les conditions d'un relèvement des taux après la fin des achats nets, il a également été souligné qu'une optionalité et une flexibilité maximales devaient être maintenues. En particulier, il est important d'éviter toute interprétation erronée de la nouvelle formulation comme suggérant nécessairement un long délai entre la fin des achats nets et un premier relèvement des taux.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que l'évolution des taux directeurs de la BCE restera déterminée par la *forward guidance* en s'appuyant sur les données et par l'engagement stratégique à stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme. Un large soutien a été exprimé en faveur de la notion de gradualisme, qui a été considérée comme le principe bien établi d'une politique monétaire saine et comme cohérente avec la prudence nécessaire dans un contexte d'incertitude accrue.

En ce qui concerne une possible réapparition de la fragmentation dans les conditions financières de la zone euro, il a été rappelé qu'en décembre, le Conseil des gouverneurs avait inclus une référence générale à la flexibilité dans sa communication, qui a depuis été intégrée dans ses communiqués de presse réguliers relatifs aux décisions de politique monétaire. S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont souligné la nécessité de communiquer sur une approche s'appuyant sur les données adoptée pour la normalisation de la politique monétaire et sur le fait que le Conseil des gouverneurs est très attentif aux incertitudes actuelles et se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments pour garantir une stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Il a été souligné que dans le contexte des incertitudes engendrées par l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le Conseil des gouverneurs veillera au bon fonctionnement des conditions de la liquidité et prendra toute mesure nécessaire afin de remplir le mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE et de préserver la stabilité financière. Dans ce contexte, il a également été fait référence à la décision du Conseil des gouverneurs de prolonger la facilité de repo de l'Eurosystème pour les banques centrales (*Eurosystem repo facility for central banks*, EUREP) jusqu'au 15 janvier 2023, qui sera communiquée par le biais du communiqué de presse de la BCE relatif aux décisions de politique monétaire.

Les incertitudes actuelles ont incité le Conseil des gouverneurs à maintenir une optionalité et une flexibilité maximales s'agissant de la trajectoire future de normalisation de la politique monétaire. Une approche s'appuyant sur les données est essentielle pour maintenir la confiance dans l'engagement de la BCE à accomplir son mandat. Il a également été reconnu que la BCE fait déjà beaucoup s'agissant de la normalisation graduelle de la politique monétaire, dans la mesure où il sera mis un terme fin mars aux achats nets d'actifs au titre du PEPP, conformément à la décision prise en décembre 2021. Il a également été souligné que les mesures budgétaires, notamment au niveau européen, ont un rôle important à jouer pour protéger l'économie de l'impact négatif de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, la présidente a constaté que tous les membres du Conseil approuvaient le train de mesures proposé par M. Lane, tel que défini dans le communiqué de presse de la BCE relatif aux décisions de politique monétaire. Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration de politique monétaire, que la présidente et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs.

**Déclaration de politique monétaire**

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 10 mars 2022](#)

**Communiqué de presse**

[Décisions de politique monétaire](#)

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 9-10 mars 2022

### 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. Nagel
- M. Panetta
- M. Rehn
- M. Reinesch
- Mme Schnabel
- M. Scicluna
- Mr Šimkus
- M. Stournaras\*
- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau\*
- M. Visco
- M. Wunsch

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en mars 2022 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

### **Autres participants**

- M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission\*\*
- Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat
- M. Rostagno, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Politique monétaire
- 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. Bitans
- Mme Buch
- M. Demarco
- M. Gavilán
- Mme Donnery
- Mme Goulard
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Kuodis
- M. Kyriacou
- M. Lünemann
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Ódor
- M. Rutkaste
- M. Sleijpen
- M. Tavlás
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

#### **Autres membres du personnel de la BCE**

- M. Proissl, directeur général Communication
- M. Straub, conseiller auprès de la présidente
- Mme Rahmouni-Rousseau, directrice générale Opérations de marché
- M. Arce, directeur général Questions économiques
- Mr Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 19 mai 2022.