



19 janvier 2023

Réunion des 14 et 15 décembre 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 14 et le jeudi 15 décembre 2022

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a noté que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 26 et 27 octobre 2022, le narratif sur les marchés financiers a évolué, les préoccupations relatives à l'inflation étant remplacées par des anticipations selon lesquelles les banques centrales à travers le monde vont ralentir, interrompre et au final inverser les relèvements de taux d'intérêt. Les données relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis pour octobre, interprétées comme un signe précoce d'une atténuation des tensions inflationnistes, ont entraîné une réévaluation par les marchés des anticipations relatives aux taux directeurs pour les États-Unis. Cette évolution a encore été renforcée par les chiffres de l'inflation ressortant de l'IPC américain pour novembre, qui ont de nouveau surpris à la baisse. Le rebond de l'appétence pour le risque des investisseurs qui en a résulté a conduit à un assouplissement généralisé des conditions financières mondiales, se manifestant par une baisse des rendements nominaux et réels, un resserrement des *spreads* de crédit et des marchés boursiers dans la zone euro dynamiques – autant d'éléments allant à l'encontre de l'intention de la BCE de retirer le caractère accommodant de la politique monétaire.

Ces évolutions sont intervenues dans un environnement où les nouvelles relatives à l'économie de la zone euro sont devenues plus positives. Dans le même temps, les marchés ont sensiblement revu à la hausse les perspectives d'inflation à court terme, et le risque d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme est resté élevé. Les conditions restent difficiles sur les marchés, l'incertitude relative à la politique monétaire et la volatilité des taux d'intérêt de marché demeurant élevées, dans un contexte de faible liquidité et de pénurie de collatéral.

Les espoirs des marchés d'un point de retournement dans les évolutions de l'inflation et d'un changement de direction, ou « pivotement » de la politique monétaire semblent s'être répercutés dans les anticipations relatives aux taux d'intérêt dans la zone euro. La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) dans la zone euro s'est inversée, signalant des anticipations de réductions modérées des taux directeurs de la BCE au cours des deux ou trois prochaines années. En revanche, la valorisation des marchés à court terme est restée globalement inchangée. Le « taux terminal » attendu au pic du cycle actuel de hausse des taux d'intérêt continue de s'établir à 2,8 % environ et les intervenants de marché s'attendent à un relèvement des taux directeurs de la BCE de 50 points de base à la fois lors de la présente réunion et lors de la réunion de février 2023, une dernière hausse de 25 points de base étant attendue en mars 2023.

Les répercussions en provenance des États-Unis ont constitué le principal déterminant des évolutions récentes des rendements sans risque dans la zone euro, comme l'indique leur sensibilité aux nouvelles macroéconomiques venant des États-Unis. La réévaluation des anticipations de taux d'intérêt dans la zone euro au-delà du court terme semble en contradiction avec les évolutions domestiques, telles que les données devenues disponibles concernant la macroéconomie, les prix de l'énergie et les perspectives d'inflation extraites des instruments de marché.

En particulier, les publications de données économiques dans la zone euro sont récemment devenues positives après une période de résultats plus faibles que prévu, allant dans le sens d'une dissipation des risques d'une récession profonde et durable, qui étaient précédemment considérés par les intervenants de marché comme un facteur clé exerçant des pressions à la baisse sur l'inflation. Dans le même temps, les prix du gaz naturel ont fortement rebondi par rapport aux points bas enregistrés fin octobre en raison de conditions météorologiques clémentes et de capacités de stockage totalement remplies, et ils se situent à présent à des niveaux comparables à ceux observés au début de l'été, signalant de nouvelles tensions sur le marché européen du gaz.

Sous l'effet de l'atténuation des risques baissiers extrêmes pesant sur la croissance économique et du renchérissement de l'énergie, les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont été fortement réévaluées à la hausse à court terme. S'agissant de l'évolution des anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro, des signaux de risques à la hausse ont été observés tant dans les indicateurs extraits des instruments de marché que dans les enquêtes. Dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et dans l'enquête auprès des analystes monétaires (enquête SMA) réalisées par la BCE, la distribution des réponses s'est nettement déplacée au cours des derniers mois, avec une part importante et croissante des participants qui s'attendent à une période d'inflation supérieure à la cible de 2 % de la BCE.

En dépit des anticipations d'inflation à court terme plus élevées et des risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation à plus long terme, la réévaluation mondiale des anticipations relatives aux taux directeurs a entraîné un assouplissement des conditions financières générales dans la zone

euro. Les anticipations des intervenants de marché selon lesquelles les banques centrales abaisseront les taux directeurs peu après avoir atteint le taux terminal ont entraîné une baisse des rendements à plus long terme par rapport aux rendements à court terme.

La réévaluation récente des anticipations relatives aux taux directeurs a entraîné une baisse des rendements réels pondérés du PIB des obligations souveraines de la zone euro sur l'ensemble des échéances depuis le pic atteint mi-octobre. Les taux réels se situent de nouveau en territoire négatif pour toutes les échéances inférieures ou égales à dix ans. De plus, les écarts de rendement ont continué de se réduire sur les marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprises de la zone euro. Les anticipations des marchés d'un pivotement de la politique monétaire au niveau mondial ont exercé l'effet le plus prononcé sur les marchés boursiers, qui ont connu un fort rebond motivé par le « soulagement ». La tendance baissière des ratios cours/bénéfices corrigés du cycle s'est inversée juste au moment où ceux-ci se rapprochaient de leurs moyennes de long terme.

Les évolutions des taux de change ont étroitement reflété les déterminants des évolutions plus larges intervenues récemment sur les marchés. Le rebond soutenu du dollar semble être arrivé à son terme, en ligne avec le dénouement des positions longues en dollars. L'évolution des perspectives relatives à la politique monétaire pour les États-Unis, le retour à un environnement marqué par une appétence pour le risque (*risk-on*) et des perspectives économiques comparativement meilleures pour la zone euro ont été les principaux facteurs à l'origine de l'appréciation de l'euro depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Les conditions sont restées difficiles sur les marchés monétaires et de repo de la zone euro, même si des améliorations significatives sont intervenues récemment. Les tensions de fin d'année liées à la pénurie de collatéral dans les juridictions bien notées ont diminué, comme le montre la hausse significative des taux respectifs des opérations de pension (*repo rates*) au tournant de l'année. Ces dynamiques positives doivent être considérées à la lumière des décisions prises au cours des dernières semaines par les autorités, notamment l'Eurosystème et les services de gestion de la dette nationaux, pour atténuer la pénurie de collatéral. Globalement, toutefois, les prix demeurent élevés sur le marché du repo, différents facteurs tels que le positionnement du marché, la volatilité des taux d'intérêt et les effets de valorisation continuant d'accentuer les facteurs structurels à l'origine de la pénurie de collatéral sur le marché monétaire garanti.

À plus long terme, le remboursement des fonds dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) de la BCE et l'éventuelle réduction future des portefeuilles de titres de l'Eurosystème détenus à des fins de politique monétaire, ainsi que la nouvelle activité d'émission importante attendue, devraient renforcer la disponibilité du collatéral en 2023.

Sur le compartiment des opérations en blanc du marché monétaire, les pressions à la baisse observées sur les taux des emprunts bancaires ont reflété la disponibilité de liquidités excédentaires à

investir à un moment où les taux directeurs augmentent rapidement. En conséquence, les taux Euribor ont été constamment inférieurs aux taux OIS équivalents pour les échéances inférieures ou égales à trois mois depuis le début du cycle de relèvement des taux directeurs l'été dernier.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant tout d'abord de l'environnement international, M. Lane a souligné que la dynamique du commerce mondial s'est significativement ralentie vers la fin 2022. À plus long terme, l'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) relatif aux nouvelles commandes à l'exportation se situe bien au-dessous du seuil de 50, indiquant une faiblesse persistante du commerce mondial. Le ralentissement des échanges commerciaux a réduit les tensions sur les chaînes d'approvisionnement. En effet, l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs a continué de s'améliorer jusqu'en novembre. Cela suggère que ce facteur, qui a longtemps freiné la production et poussé les prix à la hausse, s'atténue et devrait disparaître l'année prochaine.

L'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre, après s'être déprécié pendant près de deux ans. S'agissant des prix des matières premières, la courbe des contrats à terme sur le pétrole s'est inscrite en baisse depuis la réunion d'octobre. En revanche, les prix au comptant du gaz ont fortement rebondi, tandis que ceux des contrats à terme sont restés globalement inchangés à des niveaux élevés depuis octobre.

En ce qui concerne la zone euro, la croissance du PIB en volume est revenue à 0,3 % au troisième trimestre 2022. Cette évolution reflète une hausse record de l'investissement en Irlande, qui a augmenté de 850 %, en rythme annualisé, par rapport au trimestre précédent. Hors Irlande, le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 %. S'agissant des composantes de la demande du PIB, la consommation privée a fortement augmenté aux deuxième et troisième trimestres 2022, en particulier en Allemagne, en Espagne et en Italie, la croissance du revenu nominal des consommateurs et l'utilisation de l'épargne accumulée ayant compensé le taux d'inflation élevé. Au dernier trimestre 2022, toutefois, la consommation privée devrait avoir stagné sous l'effet de la baisse des revenus réels, tandis que les ménages devraient avoir montré plus de réticence à puiser dans leur épargne. Après avoir enregistré un recul continu depuis le début de la guerre menée par la Russie en Ukraine, la confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée en octobre et en novembre, mais elle est restée faible d'un point de vue historique. S'agissant de l'investissement, la croissance de l'investissement résidentiel est restée négative depuis le printemps, tandis que celle de l'investissement hors construction (en excluant la contribution des droits de propriété intellectuelle en Irlande) s'est ralentie au troisième trimestre 2022 et devrait se contracter au dernier trimestre.

En ce qui concerne les échanges commerciaux, le recul significatif du solde des échanges de biens qui avait débuté mi-2021 s'est interrompu en septembre en raison d'une légère amélioration des prix à l'importation de l'énergie et de la possibilité pour les entreprises européennes de facturer des prix plus élevés et de vendre davantage de biens non énergétiques au reste du monde. Ces évolutions ont contribué à compenser en partie la hausse de la facture énergétique.

Les indicateurs à court terme relatifs à l'activité économique et les prévisions mécaniques à court terme concernant le PIB ont continué de suggérer une contraction de l'activité économique au quatrième trimestre 2022. Au niveau sectoriel, les indices des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier ont continué d'indiquer une production faible, mais se sont légèrement améliorés en raison de la poursuite de l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, ce qui a permis aux entreprises de résorber leurs arriérés de commandes. Dans le secteur des services, les indicateurs prospectifs relatifs à l'activité économique se sont inscrits en baisse, en cohérence avec une normalisation intervenue après l'élan impulsé par la réouverture de l'économie au premier semestre de l'année.

Les marchés du travail ont enregistré une forte reprise de l'emploi à la suite de la pandémie de coronavirus (COVID-19). Toutefois, le redressement du nombre total d'heures travaillées par personne employée a été d'ampleur beaucoup plus limitée. À plus long terme, les indices des directeurs d'achat font état d'un ralentissement de la croissance de l'emploi dans les différents secteurs. S'agissant des mesures des tensions sur le marché du travail, les pays où le chômage est faible ont également enregistré un taux de vacance d'emploi élevé, tandis que ceux où le chômage est élevé ont affiché un taux de vacance d'emploi faible.

À plus long terme, selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait nettement se ralentir, revenant de 3,4 % en 2022 à 0,5 % en 2023, puis rebondir pour s'établir à 1,9 % en 2024 et à 1,8 % en 2025. Par rapport aux projections de septembre 2022 établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2022, en raison de surprises positives pendant l'été, et à la baisse de 0,4 point de pourcentage pour 2023. Les perspectives de croissance du PIB sont restées inchangées pour 2024.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse, en particulier à court terme. La guerre menée par la Russie en Ukraine demeure un risque baissier important pour l'économie. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance dans la zone euro. Dans le scénario baissier des projections de décembre – qui suppose une interruption totale des livraisons de gaz russe – le PIB en volume se contracterait de 0,6 % en 2023 avant de se redresser pour augmenter de 0,2 % en 2024 et de 2,0 % en 2025.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

En ce qui concerne les politiques budgétaires, l'ampleur des mesures budgétaires destinées à compenser la crise de l'énergie a augmenté en 2022, passant de 1,2 % du PIB, comme intégré dans les projections de septembre établies par les services de la BCE, à 1,9 % du PIB, selon les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. Les projections de décembre impliquent également une forte révision à la hausse des mesures de soutien budgétaire pour 2023, désormais estimées à 1,9 % du PIB, et certaines d'entre elles devraient rester en place en 2024 (0,5 % du PIB) et en 2025 (0,2 % du PIB). Le solde primaire corrigé du cycle, qui s'était détérioré en 2020 pour ressortir à - 3,4 % du PIB, devrait s'établir à - 1,3 % en 2022, avec le retrait progressif des mesures liées à la pandémie. Il devrait se détériorer à nouveau en 2023, s'établissant à - 1,6 % du PIB, avant de s'améliorer de près de 1 point de pourcentage en 2024 pour ressortir à - 0,7 % du PIB.

S'agissant des dernières évolutions de l'inflation, selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale est revenue à 10,0 % en novembre, après 10,6 % en octobre, en raison du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, qui a été partiellement contrebalancé par une accentuation de la hausse des prix des produits alimentaires. Le fléchissement de la hausse des prix de l'énergie observé en novembre reflète principalement le ralentissement de la hausse des prix du pétrole brut et du gaz. La hausse des prix de l'énergie devrait encore s'atténuer en décembre en raison des mesures budgétaires prises dans certains pays de la zone euro. Toutefois, en janvier et février 2023, elle devrait à nouveau s'accroître, de nombreuses entreprises de services à la collectivité ayant ajusté leurs prix en janvier ou février. Par la suite, les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème prévoient un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, cette évolution a été beaucoup plus graduelle que prévu précédemment, reflétant une répercussion différée des prix de gros du gaz et de l'électricité sur les clients ayant des contrats à long terme.

La hausse des prix des produits alimentaires s'est accélérée, atteignant 13,6 % en novembre et devrait poursuivre sa tendance haussière début 2023, avant de se ralentir à partir du milieu de l'année. L'augmentation attendue jusqu'à début 2023 résulte du fait que les fortes hausses observées pour les prix internationaux des matières premières alimentaires ne se sont pas encore entièrement répercutées sur les prix de détail. S'agissant des biens, un ralentissement de la hausse des prix est intervenu en amont de la chaîne de production, qui ne s'est pas encore transmis aux prix de détail. Le ralentissement significatif observé pour la hausse des prix des biens intermédiaires devrait commencer à être visible dans la hausse des prix des produits du commerce de détail courant 2023.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont demeurés à des niveaux élevés en octobre, la plupart des mesures augmentant encore, mais certaines se stabilisant – notamment celles affectées par le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie en rythme mensuel. La dynamique de l'inflation domestique s'est ralentie depuis mi-2022, ce qui pourrait être lié à l'atténuation des effets indirects des prix de l'énergie et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Dans le même temps, la

hausse des prix des composantes à forte intensité salariale de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est accélérée au cours des derniers mois.

La croissance des salaires négociés a continué d'augmenter au troisième trimestre et l'outil expérimental de la BCE de suivi des salaires (*wage tracker*) indique une nouvelle accentuation substantielle de la croissance des salaires négociés au cours des prochains trimestres. Dans les sept pays couverts par l'outil de suivi des salaires, les accords signés jusqu'à présent au quatrième trimestre 2022 prévoient des hausses de salaire d'environ 5 % en 2022 et en 2023, ce qui est globalement en ligne avec les projections de décembre.

Selon la campagne de novembre de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*), les perceptions de l'inflation actuelle se sont stabilisées à 10 %, montrant clairement que les consommateurs sont attentifs au niveau de l'inflation. Les anticipations d'inflation à un an ont montré les premiers signes de retournement, revenant de 5,4 % en octobre à 5,0 % en novembre, tandis que les anticipations d'inflation à trois ans sont demeurées stables, à environ 3 %.

S'agissant des principales caractéristiques des projections de décembre 2022, l'inflation a été significativement révisée à la hausse pour s'établir, en moyenne, à 8,4 % pour 2022, 6,3 % pour 2023 et 3,4 % pour 2024. L'inflation devrait s'établir à 2,3 % en moyenne en 2025. Les révisions à la hausse ont résulté d'une combinaison de surprises répétées en matière d'inflation ces derniers mois (à l'exception de novembre), de tensions sur les prix en amont plus persistantes et d'une accélération de la croissance des salaires. Ces moyennes annuelles masquent d'importants effets de base baissiers liés à la hausse des prix de l'énergie, qui devraient ramener l'inflation totale de 10,0 % au quatrième trimestre 2022 à 3,6 % au dernier trimestre 2023. L'inflation devrait ensuite continuer de se ralentir à 3,3 % au dernier trimestre 2024 et à 2,0 % à partir du troisième trimestre 2025. Le profil d'évolution temporelle de l'inflation légèrement inhabituel en 2023 et 2024 est dû au fait que les mesures budgétaires visant à lutter contre la crise des prix de l'énergie devraient freiner l'inflation en 2023, mais la faire remonter en 2024, lors du retrait prévu d'un grand nombre de ces mesures.

L'inflation sous-jacente *core* (IPCH hors énergie et produits alimentaires) devrait être de 3,9 % en moyenne en 2022 et 4,2 % en 2023, avant de retomber à 2,8 % en 2024 et 2,4 % en 2025. La forte croissance des salaires dans un contexte de dynamique solide des marchés du travail a apporté une contribution essentielle à la persistance de l'inflation sous-jacente, mais les effets indirects de la hausse des coûts de l'énergie et des produits alimentaires sur l'inflation sous-jacente restent importants en 2023 et en 2024, et expliquent également pour partie l'inflation sous-jacente en 2025. La dépréciation passée de l'euro devrait également pousser l'inflation sous-jacente à la hausse en 2023 et 2024. Les taux d'inflation sous-jacente prévus en 2024 et 2025 auraient été nettement plus faibles sans les effets indirects estimés de la hausse des prix de l'énergie et les effets du taux de change.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. À court terme, les tensions présentes en amont pourraient entraîner une augmentation plus forte qu'anticipé des prix de détail de l'énergie et des produits alimentaires. À moyen terme, les risques proviennent principalement de facteurs intérieurs, tels qu'une hausse durable des anticipations d'inflation au-dessus de l'objectif de la BCE ou d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie ou une contraction supplémentaire de la demande allégeraient les tensions sur les prix. Le scénario baissier actualisé des projections de décembre qui reflète ces risques signale une inflation plus élevée que dans le scénario de référence pour 2023 et 2024 (à 7,4 % et 3,6 %, respectivement), sous l'effet d'une envolée des prix de l'énergie, tandis qu'en 2025, l'inflation reculerait pour s'établir à un niveau inférieur à l'hypothèse du scénario de référence, à 2,0 %, l'impact baissier du canal de la demande commençant à prédominer. L'incertitude relative à l'impact du resserrement de la politique monétaire constitue également un risque pour les projections d'inflation, avec un large éventail d'estimations pour les différentes approches de modélisation.

Afin de refléter l'incertitude élevée entourant les perspectives économiques, la projection de référence de décembre s'est accompagnée d'une analyse de sensibilité et d'un scénario baissier. L'impact mécanique des hypothèses techniques utilisées dans le scénario de référence aurait impliqué une croissance du PIB légèrement plus faible pour 2023 et nettement plus faible pour 2024 que dans les projections de septembre. Les hypothèses techniques auraient également suggéré une inflation nettement plus faible pour 2023 et un taux d'inflation plus élevé pour 2024 que prévu en septembre. Dans le même temps, une prolongation des mesures budgétaires actuelles jusqu'en 2024, hypothèse qui n'est pas irréaliste compte tenu des efforts des gouvernements pour amortir le choc sur les prix de l'énergie, pourrait entraîner une hausse sensible de l'inflation en 2025. Le scénario baissier, qui faisait l'hypothèse d'une interruption totale des livraisons de gaz et de pétrole russes entraînant des perturbations de la production et des échanges commerciaux, se traduisait par une inflation plus élevée que dans le scénario de référence pour 2023 et 2024 – indiquant la prévalence de risques à la hausse pour l'inflation – mais faisait état d'une inflation plus faible pour 2025.

S'agissant des évolutions monétaires et financières, M. Lane a rappelé que les participants à l'enquête SMA de décembre s'attendaient à ce que la trajectoire des taux d'intérêt directeurs de la BCE prenne une forme de bosse plus prononcée que prévu dans la campagne d'octobre de l'enquête. Le taux de la facilité de dépôt devrait culminer à 2,75 % en mars 2023, soit 25 points de base de plus que prévu dans la précédente campagne d'enquête. À long terme, le taux de la facilité de dépôt est toujours anticipé à 2,0 %, sans changement par rapport à l'enquête SMA d'octobre. Les participants à l'enquête SMA prévoient que le retrait du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) débiterait après mars 2023.

Néanmoins, M. Lane a relevé que les taux d'intérêt sans risque à long terme et les rendements souverains ont diminué en raison de la baisse des primes de terme et de la révision des anticipations relatives à la politique monétaire, favorisant ainsi les actifs risqués. Les taux d'intérêt réels ont également diminué depuis la réunion de politique monétaire d'octobre du Conseil des gouverneurs, même si, par rapport à un an auparavant, on a observé un important déplacement vers le haut de la structure par terme des taux à terme réels. En effet, tandis que les taux au comptant réels actuels ont continué d'être négatifs sur l'ensemble des maturités, reflétant le taux d'inflation très élevé par rapport à fin 2021, les taux à terme réels ont augmenté d'au moins 150 points de base sur l'ensemble des horizons. Par conséquent, au-delà du très court terme, la poursuite de la hausse des taux d'intérêt implique qu'une entreprise ayant besoin de se refinancer à plus long terme serait confrontée à un taux réel beaucoup plus élevé. Les indices des conditions financières dans la zone euro ont envoyé des signaux contrastés depuis la réunion de politique monétaire d'octobre du Conseil des gouverneurs, l'évolution résultant de la hausse des prix des actions et de la baisse des taux sans risque étant contrebalancée par un euro plus fort. Cela étant, les conditions financières sont demeurées plus restrictives que prévu dans les projections de septembre 2022.

S'agissant des conditions de financement des entreprises, lors de la dernière campagne de l'enquête sur l'accès des petites et moyennes entreprises au financement (enquête SAFE), les entreprises ont fait état d'un creusement de l'« écart de financement » – la différence entre la variation de la demande de financement externe et la variation (perçue) de son offre – dans un environnement économique en détérioration. Cette évolution s'est accompagnée d'une augmentation de la part des entreprises considérées comme « vulnérables », définies comme les entreprises faisant simultanément état d'un chiffre d'affaires plus faible, de bénéfices en recul, de charges d'intérêts plus élevées et d'un ratio dette/actifs qui ne diminue pas. L'accroissement de l'écart de financement et l'augmentation de la vulnérabilité des entreprises mentionnés ont, tous deux, été généralement associés à une baisse consécutive du PIB dans la zone euro.

M. Lane a signalé que la transmission du resserrement de la politique monétaire affectait les évolutions de la monnaie et du crédit conformément à ce qui a été observé dans le passé. Il a noté que, lors des précédents cycles de resserrement, le taux des dépôts à terme avait suivi étroitement le taux directeur, tandis que le taux des dépôts à vue se situait systématiquement à un niveau bien inférieur à ce dernier. Avec le retour de taux directeurs positifs, les banques sont en train de restaurer la structure tarifaire passée en augmentant plus fortement les taux dont l'écart avec le taux directeur était le plus éloigné de la normale, les taux appliqués aux dépôts à vue n'enregistrant jusqu'à présent que des hausses mineures.

Les taux débiteurs appliqués aux prêts hypothécaires aux ménages ont notablement augmenté, contribuant à une modération des nouveaux prêts aux ménages, principalement en raison de la diminution de la croissance des prêts hypothécaires. Les taux des prêts aux entreprises ont

également augmenté de façon substantielle. Toutefois, cette hausse ne s'est pas encore traduite par une modération importante des prêts bancaires aux entreprises, celles-ci ayant significativement réduit leurs émissions obligataires face à une augmentation du coût d'émission des titres de créance supérieure à l'évolution plus lente des taux débiteurs bancaires. En outre, les entreprises ont été confrontées à un accroissement des besoins de financement en termes nominaux, l'inflation ayant fait augmenter les coûts d'exploitation et les besoins de financement des investissements.

En résumé, M. Lane a souligné que, dans un contexte d'incertitude exceptionnelle, la révision à la hausse substantielle du profil de l'inflation sur l'ensemble de l'horizon de projection nécessite une réponse de politique monétaire qui réduise significativement le taux d'inflation sur tout l'horizon de projection. La dynamique d'inflation plus forte dans les projections révisées signifie un net relèvement de la fourchette estimée pour le taux terminal susceptible d'assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif. Relever les taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs et les y maintenir permettra, avec le temps, de réduire l'inflation en freinant la demande et d'éviter également le risque d'un déplacement à la hausse persistant des anticipations d'inflation.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Dans ce contexte, M. Lane a proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient relevés de 50 points de base lors de la présente réunion. Il a également proposé d'indiquer clairement que les taux d'intérêt devront encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme. À l'heure actuelle, compte tenu du relèvement cumulé de 200 points de base des taux d'intérêt directeurs de la BCE depuis juillet, un relèvement de 50 points de base doit être considéré comme un rythme soutenable auquel la politique monétaire peut être resserrée rapidement. Une hausse de cette ampleur prendrait en compte les incertitudes entourant l'état de l'économie et les perspectives d'inflation, les décalages avec lesquels les mesures de politique monétaire prises antérieurement par le Conseil des gouverneurs se sont transmises, et l'impulsion de resserrement généralisé donnée sur l'ensemble de ses portefeuilles d'instruments, incluant le remboursement des TLTRO. Dans une situation d'incertitude importante, un rythme régulier permettrait au Conseil des gouverneurs d'en apprendre davantage sur l'impact de ses décisions relatives aux conditions financières et à l'économie au sens large jusqu'à présent et de réévaluer, réunion par réunion, le niveau des taux d'intérêt qui serait suffisamment restrictif pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers son objectif.

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont le principal instrument pour définir l'orientation de politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs devrait renforcer l'impact de ses relèvements de taux sur l'ensemble de la courbe des rendements en annonçant des principes en vue de la normalisation des

portefeuilles de titres détenus par l'Eurosystème à des fins de politique monétaire. M. Lane a donc proposé de communiquer que, à partir de mars 2023, le portefeuille de l'APP sera réduit à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. M. Lane a proposé d'annoncer que cette réduction serait de 15 milliards d'euros par mois, en moyenne, jusqu'à la fin du troisième trimestre 2023 et le Conseil des gouverneurs ajusterait ensuite son rythme au fil du temps. En outre, le Conseil des gouverneurs devrait signaler qu'il révisera également son cadre opérationnel en matière de pilotage des taux d'intérêt à court terme, d'ici fin 2023, ce qui fournira des informations concernant la fin du processus de normalisation du bilan.

Conformément à la stratégie de politique monétaire de la BCE, le Conseil des gouverneurs devrait également profiter de la présente réunion pour évaluer de manière approfondie la relation entre politique monétaire et stabilité financière. L'environnement de la stabilité financière s'est détérioré depuis la dernière évaluation en juin 2022, sous l'effet d'un affaiblissement de l'économie et d'une aggravation du risque de crédit. En outre, les vulnérabilités souveraines se sont accentuées dans un contexte de dégradation des perspectives économiques et des situations budgétaires. Le resserrement des conditions de financement permettrait de limiter l'accumulation de vulnérabilités et de réduire les risques extrêmes pesant sur l'inflation à moyen terme, au prix d'un risque accru de tensions systémiques et de risques à la baisse plus forts sur la croissance à court terme. De plus, les besoins de liquidité des établissements financiers non bancaires pourraient amplifier la volatilité des marchés. Dans le même temps, les banques de la zone euro disposent de niveaux satisfaisants de fonds propres, ce qui permet de réduire les effets secondaires du resserrement de la politique monétaire sur la stabilité financière. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense pour préserver la stabilité financière et faire face aux vulnérabilités à moyen terme.

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 largement 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 de la zone euro devrait se contracter au cours de ce trimestre et au premier trimestre de l'année prochaine, en raison de la crise de l'énergie, de l'incertitude accrue, du ralentissement de l'activité économique mondiale et du resserrement des conditions de financement. Selon les dernières projections des services de

l'Eurosystème, toutefois, une récession serait relativement courte et peu marquée. La croissance devrait toutefois être modérée en 2023 et a été révisée sensiblement à la baisse depuis les projections de septembre établies par les services de la BCE. Au-delà du court terme, la croissance devrait se redresser à mesure de l'atténuation des vents contraires actuels.

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle l'économie mondiale se ralentit, dans un contexte d'incertitude géopolitique persistante, due en particulier à la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population et au resserrement des conditions de financement à travers le monde. L'affaiblissement de l'activité mondiale pèsera également sur le commerce mondial et sur la demande extérieure adressée à la zone euro, malgré l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. L'attention a été attirée sur les risques entourant l'économie chinoise, qui pourraient entraîner l'apparition de nouveaux goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Il a été souligné que la zone euro continuait d'être confrontée à un degré exceptionnel d'incertitude mondiale, de nature à la fois économique et géopolitique, et qu'il restait encore à en évaluer pleinement les effets.

S'agissant des évolutions de la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés avec M. Lane sur le fait que la zone euro pourrait connaître une récession modérée au dernier trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. La croissance économique dans la zone euro s'est ralentie à 0,3 % au troisième trimestre 2022. Le niveau élevé de l'inflation et le resserrement des conditions de financement freinent les dépenses et la production en réduisant les revenus réels des ménages et en poussant les coûts à la hausse pour les entreprises. La détérioration récente des termes de l'échange, reflétant la hausse plus rapide des prix à l'importation par rapport aux prix à l'exportation, continue de peser sur le pouvoir d'achat dans la zone euro. Du côté positif, l'emploi a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre et le chômage a diminué à un nouveau point bas historique de 6,5 % en octobre. L'augmentation des salaires devrait rétablir en partie le pouvoir d'achat perdu, soutenant ainsi la consommation. Toutefois, avec l'affaiblissement de l'économie, la création d'emplois devrait se ralentir, et le chômage pourrait augmenter au cours des prochains trimestres.

À plus long terme, il a été noté que les services de l'Eurosystème ont révisé à la baisse leurs projections de croissance économique pour 2023. Dans le même temps, les membres du Conseil ont souligné la résilience, jusqu'à présent plus forte que prévu, de l'activité économique. La demande intérieure est clairement restée plus robuste face à la hausse des prix de l'énergie qu'on ne le craignait auparavant, reflétant le fort rebond de la demande de services aux consommateurs qui a fait suite à la levée des restrictions liées à la pandémie. Le marché du travail, en particulier, est resté robuste, soutenant ainsi la demande intérieure. L'emploi n'a par conséquent pratiquement pas été révisé dans les nouvelles projections. Même si ce résultat est perçu comme une bonne nouvelle, il contribuera également à une hausse de l'inflation à moyen terme. Il a été reconnu que la croissance

devrait être très proche de zéro au cours de l'année à venir ; la zone euro fait donc face à un ralentissement économique très significatif par rapport à 2022.

Même si la demande intérieure a jusqu'à présent fait preuve de résilience face à la hausse des prix de l'énergie, il existe une incertitude considérable concernant l'effet modérateur du resserrement de la politique monétaire. Il a été fait référence aux modèles structurels à anticipations tournées vers le futur ou rationnelles qui suggèrent un impact significativement plus important de la politique monétaire sur la demande que celui intégré dans les projections. Ces modèles suggèrent aussi des risques plus équilibrés pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Dans le même temps, la remarque a été faite que les données empiriques sous-jacentes ne semblaient pas indiquer de sensibilité élevée aux taux d'intérêt de la demande agrégée et de l'inflation dans une grande partie de la zone euro, malgré une hétérogénéité significative dans la transmission de la politique monétaire. Dans tous les cas, la réponse budgétaire forte à la crise de l'énergie constitue un important facteur sous-jacent de la résilience de la demande agrégée et du marché du travail, même avec la fin progressive des mesures adoptées pendant la pandémie. Des inquiétudes ont donc été exprimées quant au maintien de la demande intérieure face au retrait ultérieur attendu du soutien budgétaire.

Compte tenu de la performance de l'activité économique et des marchés du travail, il a été noté qu'il était actuellement moins nécessaire de réviser à la baisse les estimations de la croissance de la production potentielle, au moins dans la mesure où la résilience de l'économie de la zone euro ne résulte pas simplement du soutien budgétaire. Toutefois, il est possible que l'impact de la guerre – en particulier le choc sur les prix de l'énergie – et de la pandémie sur la capacité productive de l'économie se révèle plus important et plus durable que prévu, et donc que la demande doive être plus fortement réduite pour freiner l'inflation. Une diminution de l'écart de production serait plus cohérente avec la forte dynamique observée de l'inflation sous-jacente (*core*).

S'agissant de la réponse budgétaire à la hausse des prix de l'énergie, les membres du Conseil ont réaffirmé que les mesures devaient être temporaires et conçues pour aider les ménages et les entreprises les plus vulnérables, afin de limiter le risque d'alimenter de nouvelles tensions inflationnistes. Les mesures de soutien budgétaire doivent être temporaires, ciblées, et conçues de manière à ne pas aller à l'encontre des incitations à réduire la consommation d'énergie. Les mesures budgétaires qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte. En outre, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, les politiques budgétaires devraient avoir pour objectif d'améliorer la productivité de l'économie et de réduire progressivement la dette publique. Les mesures prises pour renforcer la capacité d'offre de la zone euro, en particulier dans le secteur de l'énergie, pourraient contribuer à soulager les tensions sur les prix à moyen terme. À cette fin, les pouvoirs publics devraient mettre en œuvre rapidement leurs plans d'investissement et de réforme structurelle

prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU*. La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue rapidement.

Les mesures ciblées de soutien au revenu ont généralement été perçues par les membres du Conseil comme étant plus efficaces que les mesures portant sur les prix, car ces dernières freinent l'ajustement nécessaire à long terme de la production et de la consommation d'énergie. Il a été largement souligné que la réponse budgétaire actuelle n'était pas suffisamment ciblée, ce qui pose problème au regard des perspectives en matière de finances publiques saines et de politique monétaire. Avec la poursuite de l'assouplissement des règles budgétaires en 2023, les déficits budgétaires devraient être plus importants que projeté actuellement sur la base des hypothèses standard. Cependant, il a également été souligné que les prix de l'énergie demeurent très volatils et que les politiques budgétaires tentent actuellement d'atténuer les effets sur les ménages et les entreprises. Tant que les politiques budgétaires visent principalement à lisser l'impact de la hausse des prix de l'énergie dans le temps, elles ne seront pas nécessairement considérées comme expansionnistes.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont orientés à la baisse, en particulier à court terme. La guerre menée par la Russie en Ukraine continue de représenter un risque baissier important pour l'économie. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation est revenue à 10,0 % en novembre, selon l'estimation rapide d'Eurostat, sous l'effet principalement d'une hausse moins forte des prix de l'énergie, tandis que la hausse des prix des services s'est également légèrement ralentie. La hausse des prix des produits alimentaires a néanmoins poursuivi son accélération pour atteindre 13,6 %, les coûts élevés des consommations intermédiaires dans la production alimentaire étant répercutés sur les prix à la consommation. Les tensions sur les prix demeurent soutenues à travers les différents secteurs, en partie à cause de l'effet des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est restée au même niveau en novembre, à 5,0 %, et les autres indicateurs de l'inflation sous-jacente sont également demeurés élevés. Les mesures budgétaires visant à compenser les prix élevés de l'énergie et l'inflation pour les ménages devraient atténuer l'inflation en 2023, mais leur retrait entraînera un nouvel effet haussier sur l'inflation. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se dissipent progressivement, bien que leurs effets continuent de contribuer à l'inflation, notamment en poussant les prix des biens à la hausse. Il en va de même pour la levée des restrictions liées à la pandémie : l'effet de la demande latente, s'il s'atténue, continue d'alimenter l'augmentation des prix, en particulier dans le secteur des services.

La dépréciation de l'euro en 2022 continue également de se répercuter sur les prix à la consommation. La croissance des salaires se renforce, soutenue par la robustesse des marchés du travail et par des rattrapages des salaires en vue de compenser l'inflation élevée.

Les membres du Conseil ont souligné que, même si l'inflation totale s'est ralentie en novembre, l'inflation reste beaucoup trop élevée. Les retards dans la transmission des hausses des prix de l'énergie aux prix à la consommation et le récent rebond des prix du gaz impliquent également une incertitude sur le fait que l'inflation totale ait déjà atteint ou non son pic. Les dernières données suggèrent que l'inflation devient de plus en plus généralisée et persistante. Même si la baisse de l'inflation totale en novembre était inattendue, l'inflation demeure supérieure aux projections de septembre. Étant donné que la hausse de l'inflation devrait s'étendre à 2024 et 2025, elle ne résulte plus uniquement des chocs d'offre négatifs, de la pandémie et des prix de l'énergie. Le niveau d'inflation supérieur à la cible a désormais clairement atteint l'horizon pertinent pour la politique monétaire, pour lequel la BCE doit rendre des comptes. En effet, même si les chiffres de l'inflation totale diminuaient fortement en 2023, en grande partie en raison d'effets de base, cela ne sera probablement pas le cas pour l'inflation sous-jacente. Les mesures de l'inflation sous-jacente continuent d'afficher une dynamique très forte en rythme mensuel. C'est ce que reflètent également les projections, qui prévoient une inflation sous-jacente plus élevée en 2023 qu'en 2022, plus persistante et nettement au-dessus de la cible en 2025. Cela implique un risque accru que l'inflation s'installe durablement dans l'économie de la zone euro.

Dans le même temps, il a été souligné que les projections de décembre pour l'inflation ont été significativement révisées à la hausse, en particulier pour les dernières années de l'horizon de projection, avec une révision sans précédent de la projection d'inflation totale en 2024. Il a été noté que la révision à la hausse sur cet horizon reflète, en grande partie, une révision de jugement et le profil temporel des mesures budgétaires, toutes les hypothèses techniques pertinentes (prix du pétrole, prix du gaz, taux de change et taux d'intérêt) ayant été révisées depuis l'exercice de projection de septembre dans une direction devant mener à une baisse de l'inflation. Par conséquent, la révision à la hausse des projections d'inflation reflète largement une révision à la hausse des tensions d'origine interne sur les coûts et un jugement actualisé sur la vitesse et l'ampleur de la transmission des coûts aux prix. Le récent renforcement de l'euro constitue un changement notable dans l'environnement extérieur et devrait se traduire par une légère atténuation des tensions inflationnistes pour la zone euro au cours de la période à venir, même si les effets différés de la forte dépréciation antérieure de l'euro sur l'économie continueront de se faire sentir. Enfin, il a été souligné que la vitesse à laquelle l'inflation devrait diminuer n'a pas fait l'objet d'une révision très importante depuis les projections de septembre. En particulier, lorsqu'on compare le trimestre en cours au quatrième trimestre 2024, le profil d'une forte baisse de l'inflation sous-jacente demeure pratiquement inchangé une fois pris en compte le niveau de départ plus élevé.

Les membres du Conseil ont rappelé que les tensions sur les salaires sont essentielles pour comprendre le risque d'effets de second tour sur l'inflation. Avec l'accélération des évolutions salariales dans la zone euro, les effets de second tour via la hausse des salaires ont commencé à se matérialiser. Les marchés du travail continuent d'être historiquement tendus et les tensions sur les salaires s'accroissent. La rémunération par tête, dont la hausse était précédemment semblable à celle des salaires négociés, croît désormais considérablement plus vite. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est fortement redressée et devrait, à la fin de l'horizon de projection, s'établir à des niveaux non compatibles avec la cible d'inflation de la BCE. Cela résulte également d'une baisse de la productivité du travail, qui pourrait en partie être due au fait que des travailleurs n'ont pas été réaffectés depuis la pandémie. Ces facteurs pourraient être considérés comme indiquant une matérialisation des effets de second tour. Toutefois, il a également été avancé que les coûts unitaires de main-d'œuvre restent relativement contenus sur l'horizon de projection, même s'ils doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

Les politiques budgétaires sont aussi largement considérées comme essentielles pour déterminer le degré de persistance de l'inflation à moyen terme. Il ressort de l'analyse de sensibilité réalisée dans le contexte des projections que les risques à la hausse pour l'inflation résultant des politiques budgétaires sont importants. Les politiques budgétaires sont déjà plus expansionnistes qu'anticipé précédemment, et elles pourraient le devenir davantage encore. Toutefois, il a également été avancé que les mesures budgétaires prendraient fin ou s'annuleraient dans une large mesure de façon naturelle, et qu'il était donc possible d'en faire abstraction pour l'élaboration de la politique monétaire. Les taux d'inflation plus élevés prévus pour les dernières années de l'horizon de projection sont plutôt une conséquence directe des hypothèses concernant les plans budgétaires, qui pourraient bien surestimer l'impact inflationniste global de l'orientation des politiques budgétaires à cet horizon. Par exemple, les tensions à plus long terme sur les prix pourraient s'atténuer si les mesures budgétaires liées à l'énergie ne sont pas pleinement mises en œuvre en 2023, ou si la récession réduit la transmission des coûts aux prix des biens et services.

Dans ce contexte, la remarque a été faite que les projections d'inflation étaient entourées d'un degré inhabituel d'incertitude, en particulier à moyen terme. Les intervalles de confiance entourant les projections d'inflation sont larges et ont augmenté sur l'horizon de projection. La précision des projections d'inflation à l'horizon de deux à trois ans est jugée extrêmement faible. Ainsi, la projection actuelle pour 2025 pourrait être considérée comme peu éloignée de 2 %. Cette incertitude doit être soulignée dans la communication afin d'éviter de transmettre un sentiment de précision trompeur. Dans ce contexte, il a également été jugé que les risques pesant sur les projections de référence concernant l'inflation pouvaient être estimés comme étant plus équilibrés à moyen terme et comme représentant une augmentation plus faible par rapport à l'exercice de septembre, car dans les

projections actuelles, certains des risques à la hausse antérieurs ont été intégrés dans le scénario de référence.

Si l'on considère 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 mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, bien que de nouvelles révisions au-dessus de la cible de certains indicateurs justifient un suivi continu. Les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes et des instruments de marché ont généralement été jugées comme demeurant bien ancrées. Dans le même temps, il a été avancé que certains indicateurs des anticipations d'inflation à long terme risquaient de perdre leur ancrage. Il a été avancé que ce risque était élevé et qu'il était susceptible de s'accroître de manière non linéaire si l'inflation restait trop élevée sur une période prolongée, comme le suggéraient les projections. Les risques de désancrage demeurent considérables compte tenu de la très longue période sur laquelle porte la projection d'une inflation supérieure à la cible et de l'importance de l'expérience dans la détermination des perceptions d'inflation, en particulier celles des ménages. En outre, l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme dépend de la crédibilité du Conseil des gouverneurs à ramener au plus tôt l'inflation à des niveaux proches de sa cible.

Toutefois, il a également été noté que certains des indicateurs les plus récents montraient des signes d'une diminution progressive des anticipations d'inflation à long terme. Les anticipations d'inflation des ménages demeurent relativement élevées, ce qui n'est pas surprenant, celles-ci étant tournées vers le passé et donnant plus de poids aux perceptions d'inflation, ou aux prix des biens augmentant davantage en termes relatifs (par exemple, l'énergie et les produits alimentaires). Dans la dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, les anticipations d'inflation à trois ans médianes sont demeurées relativement stables, à 3 %. Mais les enquêtes de la Commission européenne, qui sont certes qualitatives, font déjà apparaître une nette tendance à la baisse.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont dans l'ensemble estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation sont principalement orientés à la hausse. À court terme, les tensions existantes en amont pourraient entraîner des augmentations plus fortes qu'anticipé des prix de détail de l'énergie et des produits alimentaires. En ce qui concerne le moyen terme, les avis divergent, les risques étant toutefois généralement considérés comme restant orientés à la hausse. Les risques résultent principalement de facteurs intérieurs, tels qu'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs ou d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu. À cet égard, il a été réaffirmé que l'analyse de sensibilité réalisée dans le contexte de l'exercice de projection indiquait principalement des risques à la hausse pour l'inflation, notamment en provenance des prix de l'énergie et des produits alimentaires. En revanche, une baisse

des coûts de l'énergie, un nouvel affaiblissement de la demande et un resserrement des conditions de financement allégeraient les tensions sur les prix.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. En ligne avec la normalisation en cours de la politique monétaire, les coûts d'emprunt augmentent pour les entreprises et les ménages. L'octroi de prêts bancaires aux entreprises est demeuré robuste, les entreprises remplaçant les obligations par des prêts bancaires et utilisant le crédit pour financer les coûts plus élevés de production et d'investissement. Dans le même temps, l'augmentation du coût de l'emprunt et la dégradation des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel se sont traduites par une baisse du taux de croissance des prêts aux ménages.

Les membres du Conseil sont convenus que, dans l'ensemble, la transmission de la normalisation de la politique monétaire aux conditions de financement se poursuivait sans heurts et de façon globalement conforme aux évolutions passées. Toutefois, il a été avancé que d'importantes différences existaient entre les pays et qu'il était important de les comprendre pour évaluer la transmission. Par exemple, la transmission des taux de marché aux dépôts à terme et aux taux débiteurs bancaires a été relativement limitée et plus faible que par le passé dans la quatrième économie de la zone euro, mais plus rapide que d'habitude s'agissant des taux débiteurs dans la première économie. Il a été noté que deux préoccupations antérieures ont diminué : premièrement, les banques se sont relativement bien adaptées à la modification des modalités appliquées aux TLTRO, ce qui s'est également traduit par d'importants remboursements anticipés ; deuxièmement, les tensions et le creusement des écarts de rendement sur le marché repo se sont légèrement atténués.

Dans le même temps, des préoccupations ont été exprimées sur le fait que, depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre, les taux sans risque et les rendements des obligations souveraines à long terme ont diminué en raison de la baisse des primes de terme et de la révision des anticipations relatives à la politique monétaire, ce qui a entraîné une diminution des taux d'intérêt réels. Ces derniers sont à nouveau en territoire négatif pour les échéances inférieures ou égales à dix ans. Cette baisse pourrait être liée en grande partie aux répercussions de la situation aux États-Unis, reflétant la corrélation habituellement élevée des évolutions des rendements entre les deux zones monétaires. En outre, les marchés semblent avoir transposé à la zone euro les évolutions observées aux États-Unis, où l'inflation commence déjà à baisser, en dépit de perspectives différentes. De plus, il a été avancé que la réaction des marchés financiers à la décision et à la communication du Conseil des gouverneurs d'octobre avait contribué à un assouplissement des conditions financières, ce qui a inversé une partie du resserrement observé à la suite de la réunion de septembre. La baisse de la courbe des rendements de la zone euro a également soutenu les actifs risqués et contribué globalement à un assouplissement des conditions financières. Cet

assouplissement est considéré comme une évolution indésirable et il est jugé incompatible avec les perspectives d'inflation nettement plus défavorables de la zone euro figurant dans les projections établies par les services. Dans ce contexte, il est nécessaire d'inverser ce déplacement à la baisse de la valorisation des marchés, notamment en favorisant une réévaluation de la vision qu'ont les marchés financiers de la trajectoire future des taux d'intérêt de la BCE, y compris de son taux maximum ou terminal.

Le Conseil des gouverneurs a également procédé à son évaluation semestrielle de la relation entre la politique monétaire et la stabilité financière. Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les conditions de la stabilité financière se sont détériorées depuis la dernière évaluation de juin 2022, en raison de l'affaiblissement de l'économie, de l'augmentation du risque de crédit et de vulnérabilités souveraines plus élevées, dans un environnement de croissance plus faible et de détérioration des situations budgétaires. Ils ont pris acte du fait que les besoins soudains de liquidité des institutions financières non bancaires pourraient amplifier la volatilité des marchés. Dans le même temps, les confortables niveaux de fonds propres maintenus par les banques de la zone euro contribueraient à réduire les possibles effets secondaires négatifs du resserrement de la politique monétaire sur la stabilité financière. Il a été souligné qu'une réponse insuffisante ou tardive de la politique monétaire pourrait simplement entraîner des répercussions différées, et probablement plus importantes, sur la stabilité financière. Les membres du Conseil ont également débattu des réactions potentiellement désordonnées des marchés financiers à divers chocs, y compris en examinant différents scénarios de durcissement quantitatif et de modifications défavorables de la politique budgétaire.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont noté que, dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives d'inflation avaient encore été revues à la hausse et que l'inflation était clairement au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs à moyen et à court terme. L'inflation devenant plus persistante et les tensions inflationnistes plus généralisées, le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation est également considéré comme croissant. En outre, les tensions en amont restent importantes et l'inflation sous-jacente, moins volatile et considérée comme plus réactive à la politique monétaire avec le temps, devrait rester durablement élevée, avec un nouveau renforcement des tensions inflationnistes sous-jacentes. Il a été avancé qu'avec la perspective d'une inflation demeurant nettement au-dessus de la cible pendant au moins quatre années consécutives, il devenait de plus en plus difficile d'affirmer qu'une inflation élevée puisse être attribuée principalement à des chocs extérieurs échappant au contrôle de la politique monétaire. Dans ce contexte, l'évolution des salaires est jugée comme un élément aggravant le risque d'effets de second tour, tandis que les politiques

budgétaires expansionnistes accentuent les tensions inflationnistes, interférant ainsi avec l'effet souhaité du resserrement actuel de la politique monétaire. Toutefois, il a également été observé que la politique budgétaire avait un rôle à jouer dans le lissage de l'impact du choc énergétique sur l'inflation, ce qui relève de son domaine de responsabilité. Il a été souligné que le ralentissement prévu de la croissance économique, qui devrait en principe réduire les tensions inflationnistes, était peu marqué et ne permettrait pas de les atténuer de manière significative.

Il a été rappelé que les projections macroéconomiques trimestrielles établies par les services de la BCE et de l'Eurosystème, qui comprennent une analyse fondée sur des modèles et un jugement raisonné, constituaient un apport essentiel au processus de décision du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné que les exercices de projection étaient utilisés par les marchés et le grand public pour juger de la cohérence des actions du Conseil des gouverneurs. Il a été affirmé qu'une absence de réaction décisive à la détérioration des perspectives d'inflation ressortant des projections actuelles constituait, d'une part, une fragilisation de leur rôle et qu'elle risquait, d'autre part, de susciter des doutes quant à la détermination du Conseil des gouverneurs à poursuivre et à réaliser son objectif de stabilité des prix. Il a été réaffirmé que, conformément aux résultats de l'évaluation stratégique de la BCE, le Conseil des gouverneurs devrait réagir avec la même vigueur et de manière symétrique à une inflation inférieure ou supérieure à sa cible de moyen terme. Bien que la politique monétaire ne soit pas en mesure d'influencer les perspectives d'inflation à court terme, les projections font désormais état d'un taux d'inflation supérieur à la cible pour 2024 et sur une bonne partie de 2025, période prolongée au cours de laquelle la politique monétaire a effectivement un effet sur les perspectives d'inflation.

Dans le même temps, l'attention a été attirée sur le fait que les projections d'inflation pour les dernières années de la période de projection étaient entourées d'une très grande incertitude et pouvaient sous-estimer l'effet d'un resserrement rapide de la politique monétaire après une très longue période de politique monétaire très accommodante. De ce point de vue, il a été noté que les projections d'inflation convergeaient vers la cible d'ici mi-2025, et que le profil de l'inflation sous-jacente continuait d'afficher une décélération très prononcée, avec des risques autour du scénario de référence allant dans les deux sens. L'incertitude élevée est considérée comme l'indication qu'il faut adopter une approche progressive et conserver une orientation à moyen terme, plutôt que raccourcir indûment l'horizon pertinent pour la politique monétaire. En outre, compte tenu de la hausse significative des taux d'intérêt résultant des décisions de politique monétaire antérieures, certains effets ne se sont pas encore répercutés sur l'économie réelle. Le Conseil des gouverneurs doit veiller à ne pas freiner excessivement la demande à mesure que les taux s'inscrivent en territoire restrictif, aggravant ainsi la récession prévue.

Dans l'ensemble, il a été avancé que l'importante révision à la hausse des projections d'inflation, notamment au cours des dernières années de la période de projection, surprendrait probablement les

intervenants de marché et serait perçue comme incompatible avec les attentes du marché relatives à la trajectoire des taux d'intérêt, sur laquelle les projections sont fondées. Un large consensus s'est dégagé sur la nécessité d'un resserrement résolu de l'orientation de la politique monétaire, la configuration actuelle des taux d'intérêt et des anticipations contenues dans les prix du marché n'étant pas suffisamment restrictive pour ramener au plus tôt l'inflation à des niveaux proches de l'objectif. Par conséquent, il a été soutenu que les taux d'intérêt devaient être relevés au-delà des niveaux actuellement attendus par les intervenants de marché et devaient demeurer plus longtemps à des niveaux suffisamment restrictifs pour réduire l'inflation et éviter le risque d'un déplacement à la hausse persistant des anticipations d'inflation. Un tel ajustement de l'orientation de la politique monétaire est également jugé cohérent avec la communication du Conseil des gouverneurs selon laquelle les décisions de politique monétaire sont dépendantes des données et prises réunion par réunion.

Décisions de politique monétaire et communication

Sur la base de ces considérations, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que resserrer l'orientation de la politique monétaire de manière régulière et durable en relevant les taux d'intérêt et en réduisant la taille du bilan de l'Eurosystème était justifié.

Un grand nombre de membres du Conseil ont initialement exprimé une préférence pour un relèvement des taux directeurs de la BCE de 75 points de base, dans la mesure où il est clair que l'inflation devrait être trop élevée trop longtemps et où les anticipations actuelles des marchés et les conditions financières sont manifestement incompatibles avec un retour rapide de l'inflation vers la cible de 2 % de la BCE. Par conséquent, la détérioration des perspectives d'inflation a rendu nécessaire une hausse des taux d'intérêt supérieure à celle que les marchés avaient intégrée. Ne pas dépasser les anticipations des marchés pourrait être considéré comme la confirmation du point de vue des marchés concernant la trajectoire future de la politique monétaire, ce qui pourrait se traduire par un déplacement vers le haut de la courbe des taux insuffisant pour ramener l'inflation vers sa cible. Il a été avancé que, compte tenu des données et des perspectives d'inflation défavorables devenues disponibles avec les projections de décembre, l'approche dépendante des données et réunion par réunion du Conseil des gouverneurs nécessitait une hausse des taux d'intérêt de même ampleur qu'en octobre afin de contrer un assouplissement injustifié des conditions financières et de l'orientation de la politique monétaire. Il a été soutenu qu'un relèvement de 75 points de base serait suffisamment explicite et était préférable à l'autre approche consistant en une évolution de 50 points de base accompagnée d'un renforcement de la communication sur l'avenir. Une approche de gestion des risques pour remédier aux tensions inflationnistes persistantes a également été vue comme appelant des décisions qui privilégient des mesures déterminées afin d'empêcher le désancrage des anticipations d'inflation. Relever les taux d'intérêt de moins de 75 points de base enverrait un

message erroné et risquerait d'être perçu comme incompatible avec la cible d'inflation de 2 % à moyen terme, renforçant ainsi la perception d'une asymétrie de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs.

Certains des membres du Conseil ont néanmoins exprimé leur volonté de s'accorder sur une hausse de 50 points de base si une majorité soutenait la proposition de M. Lane, en tenant compte du renforcement de la communication relative aux intentions du Conseil des gouverneurs concernant la politique monétaire et du message renforcé selon lequel le Conseil des gouverneurs continuerait d'augmenter significativement les taux à un rythme soutenu, ce qui faisait également partie de la proposition. D'une certaine manière, cela a été vu comme globalement équivalent à un relèvement des taux de 75 points de base lors de la présente réunion, car une approche moins anticipée, mais plus régulière pour ramener les taux à des niveaux restrictifs pourrait être jugée cohérente avec la nature plus persistante du processus d'inflation et le maintien d'une forte incertitude.

Au vu de l'ensemble des considérations, une large majorité des membres du Conseil ont soutenu la proposition de M. Lane de relever les taux directeurs de la BCE de 50 points de base et d'indiquer que les taux d'intérêt devront encore augmenter sensiblement à un rythme régulier afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de la BCE de 2 % à moyen terme. Une hausse de 50 points de base a été considérée comme un rythme approprié auquel la politique monétaire pouvait être resserrée d'une manière qui reste rapide, tout en reconnaissant l'existence d'incertitudes entourant l'état de l'économie et les perspectives d'inflation. Il a été noté que les taux d'intérêt se rapprochant des estimations d'un niveau neutre, l'anticipation des hausses de taux d'intérêt et la vitesse du resserrement monétaire sont devenues moins importantes. La régularité des hausses de taux et la durée de la période durant laquelle les taux d'intérêt demeurent en territoire restrictif comptent davantage. Il a été estimé qu'une hausse de 50 points de base lors de la présente réunion permettrait au Conseil des gouverneurs de resserrer la politique monétaire sur une période plus longue, ce qui est important compte tenu de la persistance accrue d'un niveau élevé d'inflation. Dans le même temps, il a été avancé que, par le biais d'une suite de relèvements de 50 points de base, les taux d'intérêt pourraient atteindre rapidement des niveaux suffisamment restrictifs au bout de quelques réunions tout en permettant au Conseil des gouverneurs d'évaluer l'impact de ses politiques tout au long du processus. Dans ce contexte, il a été rappelé qu'un relèvement de taux de 50 points de base constituait une hausse significative au regard des données historiques.

Il a néanmoins été souligné que, pour produire un déplacement vers le haut des anticipations des marchés concernant la trajectoire future des taux d'intérêt, il fallait une communication solide mettant l'accent sur trois éléments, à savoir que les taux d'intérêt devraient encore augmenter sensiblement, qu'ils seraient relevés jusqu'en territoire restrictif et qu'ils y resteraient plus longtemps que les marchés ne le prévoient actuellement. Il a été jugé que faire état de la perspective d'une trajectoire de

taux d'intérêt plus durable et plus élevée devrait entraîner un durcissement significatif des conditions financières. Il a été rappelé qu'en relevant les taux de 200 points de base depuis l'été, le Conseil des gouverneurs avait très largement progressé dans le retrait du caractère accommodant de la politique monétaire, avec d'importants effets sur l'économie et les perspectives d'inflation, dont certains ne seront visibles qu'avec un décalage.

Il a également été souligné que le Conseil des gouverneurs annoncerait simultanément le début de la réduction des réinvestissements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille de l'APP et que les remboursements en cours au titre des TLTRO contribueraient également à l'accélération de la réduction de la taille du bilan global de l'Eurosystème. Même si une telle évolution est globalement en ligne avec les anticipations des marchés, les conséquences pour les marchés financiers sont incertaines. Il a été admis qu'il convenait d'adopter une approche prudente pour augmenter les taux d'intérêt. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait qu'une hausse plus importante des taux d'intérêt pourrait accroître les risques pesant sur la stabilité financière et, conjuguée à l'annonce d'une réduction des réinvestissements au titre de l'APP et des importants remboursements anticipés des fonds empruntés dans le cadre des opérations de TLTRO, susciter de la volatilité sur les marchés financiers. Enfin, une hausse des taux d'intérêt de 50 points de base a également été jugée appropriée compte tenu de la baisse projetée de l'inflation au cours des prochains mois, due en partie à des effets de base et à des mesures budgétaires.

D'autres membres ont maintenu leur position en faveur d'une hausse de taux de 75 points de base, qu'ils considèrent comme la réponse la plus pertinente au fait que les conditions financières ne sont plus compatibles avec les anticipations d'une inflation plus élevée plus longtemps, tel qu'il ressort des projections, les risques demeurant orientés à la hausse. Renforcer la communication a été jugé important dans ce contexte, mais ne constitue pas un substitut à une hausse de taux plus forte ni un remède à une hausse insuffisante. Il a été estimé que l'ajustement proposé de l'orientation de la politique monétaire était insuffisant, même en tenant compte de la combinaison d'un relèvement de 50 points de base des taux d'intérêt avec l'annonce d'une réduction des réinvestissements au titre de l'APP.

S'agissant des politiques affectant la taille et la composition du bilan de l'Eurosystème, les membres du Conseil ont largement approuvé la proposition de M. Lane de communiquer les grands principes de réduction des portefeuilles de l'APP. À partir de mars 2023, le portefeuille sera réduit à un rythme mesuré et prévisible de 15 milliards d'euros par mois en moyenne, l'Eurosystème ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Cette évolution est vue comme un nouveau pas bienvenu vers la normalisation de l'orientation de politique monétaire de la BCE, conformément avec la communication du Conseil des gouverneurs qui a longtemps prévalu selon laquelle il se tenait prêt à ajuster de façon flexible l'ensemble des instruments dont il

dispose dans le cadre de son mandat afin de garantir un retour de l'inflation vers sa cible à moyen terme.

Il a été rappelé que les taux d'intérêt étaient le principal instrument du Conseil des gouverneurs pour définir l'orientation de la politique monétaire. Si tous les éléments de l'orientation de politique monétaire doivent être considérés ensemble, il a été souligné que les ajustements des taux d'intérêt et du bilan ne devraient pas être vus comme des substituts interchangeables au sein de l'ensemble des mesures proposées. La normalisation des titres détenus par l'Eurosystème à des fins de politique monétaire a été vue comme un complément nécessaire au resserrement en cours de la politique de taux d'intérêt, signal de la volonté du Conseil des gouverneurs d'aligner tous ses instruments afin qu'ils aillent dans le même sens. À la lumière du niveau actuellement élevé des taux d'inflation, les taux d'intérêt s'étant éloignés de leur plancher, des conditions de liquidité accommodantes ne sont plus jugées nécessaires. De plus, une annonce en temps voulu rassurerait les intervenants de marché sur le fait que la réduction du portefeuille de l'APP sera réalisée de manière mesurée et prévisible.

Certains membres du Conseil ont exprimé une préférence pour une réduction plus rapide du portefeuille de l'APP ou pour un arrêt total des réinvestissements. Il a été rappelé que cette décision n'a affecté qu'une partie des portefeuilles de politique monétaire de l'Eurosystème, dans la mesure où elle s'est appliquée à l'APP, mais pas au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). De plus, il convient de replacer le rythme plus rapide de réduction du portefeuille dans le contexte du rythme très rapide d'achats nets mensuels observé lors de la constitution du portefeuille. Il a été estimé que les investisseurs étaient capables d'absorber de nouvelles émissions même sans la présence de l'Eurosystème sur le marché. Il a été jugé qu'il était grand temps de commencer à réduire le bilan de manière passive dans le cadre du processus de normalisation, les marchés s'attendant déjà à une annonce de la BCE en ce sens lors de la réunion de politique monétaire d'octobre. Réduire le portefeuille de l'APP plus tôt ou plus fortement contribuerait également à regagner de la marge de manœuvre pour l'avenir.

Alors que les estimations des services de l'Eurosystème relatives à l'impact des réductions du bilan sur la production économique et l'inflation faisaient l'hypothèse d'une symétrie, c'est-à-dire que la politique monétaire agirait par les mêmes canaux que ceux observés au cours de la phase d'expansion du bilan, il a été avancé qu'il existe des raisons de croire que les effets du durcissement quantitatif seraient asymétriques et plus faibles. Il vaudrait donc mieux voir la réduction du bilan comme un élément de normalisation opérant en arrière-plan, les taux d'intérêt constituant le principal instrument de la BCE pour définir son orientation de politique monétaire.

Il a toutefois été rappelé qu'un rythme trop rapide de réduction pourrait entraîner la résurgence de la fragmentation des marchés obligataires, ce qui pourrait rendre plus difficiles les futures hausses de taux d'intérêt. De ce point de vue, un rythme modéré a été considéré comme plus approprié, en

particulier car, selon les estimations, une réduction du bilan devrait n'avoir qu'un impact limité sur les perspectives d'inflation.

Sur la base des discussions en cours, il a été convenu d'annoncer un rythme moyen de réduction du portefeuille de l'APP qui prendrait effet début mars 2023 et au deuxième trimestre seulement, le rythme des périodes suivantes étant décidé et communiqué à une date ultérieure. Cela permettrait au Conseil des gouverneurs d'évaluer les réactions des investisseurs dans les prochains mois et, si nécessaire, d'en recalibrer le rythme. Une observation a été formulée selon laquelle les principes et les modalités guidant la normalisation des titres détenus par l'Eurosystème à des fins de politique monétaire seraient toujours cohérents avec le résultat de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, y compris s'agissant de l'obligation pour la BCE d'apporter son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union européenne sans préjudice de l'objectif principal de stabilité des prix.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP. Le maintien de la flexibilité existante des réinvestissements au titre du PEPP a été vu comme une approche préventive efficace pour contrer la potentielle résurgence des risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et pourrait se justifier pour des raisons de prudence.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait d'indiquer que l'inflation demeurerait bien trop élevée et devait, selon les projections, rester trop longtemps supérieure à l'objectif de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné que signaler une intention de déplacer suffisamment les taux d'intérêt en territoire restrictif à un rythme soutenu et régulier pour ramener au plus tôt l'inflation vers la cible était un message nécessaire et fort au vu des perspectives d'inflation révisées. Il a été estimé que, dans le contexte de la révision à la hausse des perspectives d'inflation, expliquer le raisonnement à l'origine de la décision du Conseil des gouverneurs était particulièrement important en l'absence de mesure de politique monétaire plus forte. La constance et la cohérence de la communication du Conseil des gouverneurs sont jugées nécessaires, car cela renforce son impact sur les anticipations de marché.

Dans le même temps, des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles communiquer une anticipation du fait que les taux d'intérêt devraient encore augmenter sensiblement à un rythme régulier afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible du Conseil des gouverneurs pouvait être perçu comme un éloignement de l'approche dépendante des données et réunion par réunion du Conseil des gouverneurs et la réintroduction d'une forme de guidage prospectif (*forward guidance*) sur les taux d'intérêt. Cela pourrait concentrer l'attention sur les réunions à venir et entraîner des problèmes d'incohérence temporelle, la trajectoire adéquate pouvant se révéler, à la lumière de nouvelles informations,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

différente de celle envisagée actuellement. Au lieu de quoi, il a été suggéré que la communication devrait reconnaître que, au vu des perspectives actuelles d'inflation, les taux d'intérêt devaient être relevés pour plus longtemps à des niveaux plus élevés que ceux que les marchés ont intégrés et pris en compte dans les projections d'inflation établies par les services de l'Eurosystème.

Il a également été suggéré que le Conseil des gouverneurs devrait renforcer son appel à éviter que les politiques budgétaires n'exacerbent les tensions inflationnistes en s'assurant que les mesures restent temporaires, ciblées et conçues de manière à maintenir les incitations à réduire la consommation d'énergie. Dans ce contexte, on pourrait également apporter une réponse aux vulnérabilités budgétaires et à la nécessité de conclure la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE.

Enfin, il a été jugé approprié de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster de façon flexible l'ensemble des instruments dont il dispose dans le cadre de son mandat afin de garantir un retour de l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme.

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 15 décembre 2022](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 14 et 15 décembre 2022

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno
- M. Elderson
- M. Hernández de Cos*
- M. Herodotou
- M. Holzmann

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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. Vujčić**
- M. Wunsch*

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

** En tant qu'observateur.

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

*** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

- Mme Buch
- M. Demarco
- M. Garnier
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Kuodis
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Ódor
- M. Rutkaste
- M. Tavlás
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

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
- M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 2 mars 2023.