



Réunion des 15 et 16 mars 2023

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 15 et le jeudi 16 mars 2023

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

Évolutions sur les marchés financiers

Lors de sa présentation des évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 1^{er} et 2 février 2023, Mme Schnabel a distingué deux périodes.

Au cours de la première période, qui s'étend jusqu'à la faillite de Silicon Valley Bank (SVB) aux États-Unis, des signes croissants de tensions plus persistantes sur l'inflation sous-jacente (*core*) dans la zone euro – c'est-à-dire la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors produits alimentaires et énergie – ont conduit les investisseurs à réévaluer leurs avis sur la trajectoire future probable de l'inflation et des taux d'intérêt, et ils ont intégré un environnement caractérisé par une inflation et des taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps. Les anticipations relatives au niveau du « taux terminal » (le taux maximum) au cours du cycle actuel de relèvement des taux par la BCE ont atteint 4,2 % au cours de la semaine précédant la réunion du Conseil des gouverneurs des 15 et 16 mars, tandis que la date attendue pour la première baisse des taux a été repoussée au troisième trimestre 2024. Cependant, malgré cette forte révision à la hausse de la trajectoire attendue pour les taux directeurs, les indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme ont continué de signaler des craintes importantes que l'inflation reste supérieure à la cible de 2 % de la BCE.

La seconde période a débuté quand ces évolutions sur les marchés ont été brutalement interrompues par la faillite de SVB. Les anticipations relatives aux taux d'intérêt ont été fortement révisées à la baisse, mais cette évolution a été en partie annulée le 14 mars 2023 avant une nouvelle chute le matin du 15 mars. À la clôture des marchés le 14 mars 2023, les indicateurs des marchés financiers ne montraient pas de signes indiquant que les perturbations dans le secteur bancaire américain

pourraient provoquer une crise systémique aux États-Unis ou dans la zone euro. Toutefois, les évolutions de ces indicateurs se sont de nouveau inversées le matin du 15 mars, dans des conditions de turbulences sur les marchés. Dès lors, il n'était pas possible d'avoir une vision plus claire de la modification la plus récente des perceptions des marchés jusqu'à ce que la situation se soit calmée.

Dans ce contexte de volatilité sur les marchés, trois observations sont ressorties. Premièrement, les indices boursiers larges ont nettement mieux résisté que les actions bancaires, les prix des actions des sociétés non financières n'ayant été que peu affectés. Deuxièmement, les effets de contagion des États-Unis à la zone euro ont été contenus. Troisièmement, les cours des actions des banques dans la zone euro sont demeurés nettement en territoire positif par rapport à leurs points bas de mi-2022, en raison du rebond fort et durable enregistré depuis lors, sous l'effet de l'amélioration des anticipations de bénéfices.

Tandis que les cours des actions des grandes banques mondiales ont fortement baissé en Europe et aux États-Unis, les écarts de rendement sur les *swaps* de défaut de crédit n'ont que légèrement augmenté pour les banques de la zone euro. Les conditions de la liquidité sont également demeurées solides. Le *spread* FRA-OIS – c'est-à-dire la différence entre le taux appliqué aux dépôts interbancaires non garantis et le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) – a fortement augmenté dans la zone euro, mais est resté proche de son niveau moyen de long terme. De plus, le coût du financement extraterritorial (*offshore*) en dollars a sensiblement augmenté, même si cette hausse s'est partiellement inversée par la suite. S'agissant de la volatilité, les marchés des valeurs à revenu fixe ont réagi beaucoup plus fortement à l'événement concernant SVB que les marchés boursiers. Globalement, ces évolutions suggèrent que, si les tensions ne s'intensifient pas dans le secteur bancaire, les perspectives d'inflation reviendront bientôt au premier plan dans l'esprit des intervenants de marché.

Avant que les turbulences ne débutent dans le secteur bancaire aux États-Unis, les évolutions sur les marchés financiers dans les principales économies étaient principalement influencées par des surprises macroéconomiques à la hausse au niveau mondial. Les données positives concernant l'activité économique se sont accompagnées de surprises à la hausse s'agissant de l'inflation totale et, tout particulièrement, de l'inflation sous-jacente (*core*) dans la zone euro. Cette combinaison de croissance et d'inflation a conduit les marchés à réévaluer les perspectives d'inflation à moyen terme pour la zone euro, les intervenants de marché estimant que les facteurs à l'origine des tensions inflationnistes étaient passés de facteurs d'offre externes à des facteurs de demande internes ou, en d'autres termes, de l'inflation totale à l'inflation *core*. Les investisseurs intègrent à présent un retour beaucoup plus lent de l'inflation à 2 %, en dépit de la baisse des prix du gaz naturel.

Les anticipations d'une inflation *core* plus persistante ont entraîné une réévaluation significative des anticipations relatives aux taux directeurs dans la zone euro. Les États-Unis ont enregistré une réévaluation tout aussi forte de la courbe à terme, ce qui souligne que l'activité économique mondiale

et le cycle d'inflation sont perçus comme étant étroitement synchrones. Ces évolutions se sont inversées après les événements concernant SVB. Mais les évolutions des indicateurs extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme dans la zone euro continuent de montrer clairement que les investisseurs jugent élevés les risques que l'inflation demeure supérieure à la cible à moyen terme. Les éléments tirés des prix des options signalent également des risques à la hausse élevés pesant sur l'inflation.

Trois facteurs ont alimenté les craintes des marchés que l'inflation ne devienne plus persistante dans la zone euro. Le premier facteur a trait à l'incertitude qui entoure actuellement la « fonction de réaction » de la BCE. Le deuxième est lié à l'incertitude quant à l'ampleur du resserrement de la politique monétaire nécessaire pour ramener les taux d'intérêt réels en territoire suffisamment restrictif pour juguler l'inflation. Le troisième facteur concerne les conditions financières plus larges, qui pourraient s'avérer insuffisamment restrictives, dans la mesure où elles sont restées globalement inchangées depuis la réunion de politique monétaire d'octobre du Conseil des gouverneurs malgré un resserrement notable de la politique monétaire sur cette période.

S'agissant des évolutions sur les marchés obligataires, les écarts de rendement des obligations souveraines sont restés globalement inchangés jusqu'à la faillite de SVB, où ils ont commencé à légèrement augmenter. Ce creusement des écarts de rendement a cependant été modéré et entièrement dû à la baisse plus marquée des rendements du Bund allemand. Les évolutions sur les marchés des obligations d'entreprises ont également été faibles jusqu'à l'apparition des tensions dans le secteur bancaire. Depuis lors, il y a eu une forte augmentation des écarts de rendement des obligations des sociétés financières bien notées (*investment-grade*) par rapport à ceux des sociétés non financières. Les écarts de rendement des obligations à rendement élevé des sociétés non financières se sont également creusés, mais sont demeurés à des niveaux relativement comprimés d'un point de vue historique.

En ce qui concerne le fonctionnement du marché, les inquiétudes relatives à la disponibilité du collatéral se sont dissipées. Depuis l'annonce du nouveau plafond appliqué à la rémunération des dépôts ne relevant pas de la politique monétaire, l'écart de rendement entre les bons émis par les gouvernements et les taux sans risque (OIS) respectifs s'est réduit. À plus long terme, les avancées du processus de dénouement des portefeuilles d'obligations de la BCE relevant de la politique monétaire renforceront la disponibilité du collatéral.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a relevé que les tensions exceptionnelles actuelles sur les marchés financiers génèrent une incertitude significative s'agissant des perspectives économiques. Cela pourrait entraîner un

durcissement excessif des conditions du crédit ou détériorer significativement la confiance et implique par conséquent une incertitude supplémentaire s'agissant des évaluations de référence de la croissance et de l'inflation.

Le Conseil des gouverneurs doit suivre attentivement les tensions actuelles sur les marchés et se tient prêt à prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité des prix et du système financier dans la zone euro. Le secteur bancaire de la zone euro est résilient et dispose de positions de capital et de liquidité solides. Cette situation reflète une supervision efficace et une mise en œuvre rigoureuse du programme global de réforme de la réglementation. En toute hypothèse, la BCE possède une panoplie complète d'instruments de politique monétaire lui permettant de soutenir, le cas échéant, la liquidité du système financier de la zone euro et de préserver la transmission harmonieuse de la politique monétaire.

En ce qui concerne les évolutions économiques dans la zone euro, une série de chocs d'offre favorables et des indications croissantes que le resserrement de la politique monétaire de la BCE se propage dans l'économie ont constitué les principales évolutions depuis le début de l'année. La baisse des prix de l'énergie et la dissipation des goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement ont atténué les tensions sur les prix, tout en dopant la confiance et en soutenant les revenus réels et l'activité des entreprises, en particulier à court terme. De fait, la plupart des indicateurs tirés d'enquêtes vont dans le sens d'une amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs, même si elle reste à des niveaux faibles, les perspectives plus favorables pour l'activité économique reflétant une amélioration généralisée des conditions d'offre. Les délais de livraison des biens intermédiaires pour les usines se sont réduits à un niveau qui n'avait pas été observé depuis la reprise qui avait suivi la crise financière mondiale en 2009. Toutefois, les marchés internationaux ont commencé à peser sur l'économie de la zone euro, comme le montre la forte diminution des volumes des carnets de commandes en février.

Dans l'ensemble, l'économie mondiale a montré des signes de stabilisation au cours des premiers mois de l'année et la réouverture en Chine devrait apporter un soutien ultérieurement. Néanmoins, les perspectives relatives à l'activité mondiale sont restées modérées à court terme, reflétant la faiblesse de la demande intérieure chez les principaux partenaires commerciaux de la zone euro. De plus, le resserrement rapide de l'orientation de la politique monétaire de la BCE a accru le coût du crédit pour l'économie de la zone euro et ralenti la fourniture de prêts bancaires. Le net durcissement des conditions de financement a commencé à affecter sensiblement l'économie réelle.

L'activité économique dans la zone euro a stagné au dernier trimestre 2022. La production industrielle a été pratiquement stable au dernier trimestre 2022 et ne s'est redressée que légèrement en janvier 2023. Les contractions significatives de la production d'énergie, de biens intermédiaires et de biens de consommation durables ont été compensées par la production toujours en hausse de biens non durables et de biens d'équipement, en particulier de véhicules à moteur, la production dans ces

secteurs se redressant grâce à l'atténuation des perturbations de l'offre. Dans le même temps, les services marchands se sont contractés au quatrième trimestre 2022, principalement en raison des fortes baisses enregistrées dans le commerce de détail, le transport et les services d'hôtellerie et de restauration en décembre. Même si la contraction économique précédemment anticipée a été évitée, toutes les composantes de la demande intérieure privée se sont contractées.

Alors que la consommation privée a été très robuste au deuxième et au troisième trimestre 2022 en raison de la réouverture de l'économie de la zone euro, la baisse significative au quatrième trimestre 2022 a reflété l'impact défavorable exercé sur les décisions de dépenses par la faiblesse de la confiance et par le choc antérieur sur les termes de l'échange. Pour l'avenir, les ménages ont commencé à se montrer plus optimistes dans leurs anticipations relatives à leur propre situation financière, grâce à la baisse de l'inflation. Cela ne s'est toutefois pas encore répercuté sur leurs projets de dépenses. En ce qui concerne la demande de logements, où la politique monétaire devrait avoir un impact plus fort, les résultats de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs ont montré que la perception par les ménages de l'immobilier résidentiel comme étant un bon investissement a continué de se détériorer.

L'investissement dans la construction résidentielle a commencé à fléchir au deuxième trimestre 2022 et cette baisse s'est accélérée au troisième et au quatrième trimestre 2022. Les indicateurs tirés d'enquêtes, tels que l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production et aux anticipations des entreprises dans le secteur de la construction se sont légèrement redressés ces derniers mois, mais continuent de signaler une contraction de l'activité tant actuellement qu'à court terme.

L'investissement des entreprises a enregistré une légère contraction au dernier trimestre 2022 si l'on exclut les droits de propriété intellectuelle irlandais. Les indicateurs tirés d'enquêtes montrent une certaine amélioration dans le secteur des biens d'équipement ces derniers mois, l'indice PMI relatif à la production dans ce secteur étant passé en territoire légèrement positif, en ligne avec les perspectives meilleures que prévu concernant le PIB à court terme. La forte hausse des coûts de financement devrait cependant peser sur l'investissement des entreprises au cours des prochains trimestres.

En ce qui concerne les échanges commerciaux, les données récentes ont confirmé une diminution significative des importations de biens, tandis que les exportations se sont légèrement redressées. Grâce à la baisse des prix de l'énergie, les termes de l'échange ont commencé à s'améliorer à la fin de l'année dernière, entraînant une amélioration du solde des échanges de biens. En ce qui concerne les services, les indicateurs prospectifs relatifs au tourisme vont dans le sens d'un fort rebond au premier semestre 2023, auquel la réouverture de la Chine pourrait également contribuer.

S'agissant du marché du travail, tous les indicateurs vont dans le sens d'une bonne résistance. Le taux de chômage s'est établi à 6,6 % en janvier, globalement stable depuis avril. Le taux de vacance est également resté stable. Selon l'indice PMI, la croissance de l'emploi devrait demeurer

positive début 2023. La population active s'est remise de l'impact lié à la pandémie et est restée bien supérieure à sa tendance de long terme. Ce dynamisme a reflété des taux d'activité en hausse – en particulier pour les travailleurs âgés – et une augmentation des travailleurs migrants. Il s'agit d'un élément important à prendre en compte en ce qui concerne la dynamique future de la croissance des salaires.

Ces évolutions macroéconomiques se sont reflétées dans les projections macroéconomiques de mars 2023 établies par les services de la BCE. Si les tensions actuelles sur les marchés financiers ne se traduisent pas par un durcissement excessif des conditions du crédit et ne détériorent pas significativement la confiance, l'économie devrait se redresser au cours des prochains trimestres, les chocs d'offre défavorables des dernières années s'étant partiellement inversés. La production industrielle devrait s'intensifier, les conditions de l'offre continuant de se renforcer, la confiance poursuivant son rétablissement et les entreprises résorbant d'importants arriérés de commandes. L'augmentation des salaires et la baisse des prix de l'énergie compenseront en partie la perte de pouvoir d'achat subie par de nombreux ménages sous l'effet de la forte inflation, ce qui devrait soutenir la consommation privée. En conséquence, la croissance prévue pour 2023 a été révisée à la hausse de 0,5 point de pourcentage, à 1,0 % dans les projections de mars établies par les services de la BCE. Dans le même temps, la nouvelle accélération attendue de la croissance, à 1,6 %, en 2024 et 2025 est plus faible que ce qui avait été prévu en décembre, car il a été estimé que les facteurs défavorables liés au durcissement des conditions de financement et à l'appréciation de l'euro l'emportaient sur les effets positifs exercés sur le revenu réel et la confiance par la légère baisse de l'inflation. Cette combinaison de facteurs, ainsi que le retrait progressif du soutien budgétaire et les inquiétudes persistantes au sujet des risques pesant sur l'approvisionnement en énergie pour l'hiver 2023-2024 devraient peser sur la croissance économique à moyen terme.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont orientés à la baisse. La persistance de fortes tensions sur les marchés financiers pourrait globalement resserrer les conditions du crédit plus sévèrement qu'anticipé et peser sur la confiance. La guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population demeure un important risque à la baisse pour l'économie et pourrait à nouveau entraîner une hausse des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait également constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro. Les entreprises pourraient toutefois s'adapter plus rapidement à l'environnement international difficile, ce qui, associé à la dissipation du choc énergétique, pourrait soutenir une croissance plus forte qu'anticipé actuellement.

L'inflation s'est ralentie, revenant de 8,6 % en janvier à 8,5 % en février, tandis que les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent fortes. Ce recul de l'inflation totale s'explique par une nouvelle chute des prix de l'énergie. À l'inverse, la hausse des prix des produits alimentaires s'est encore accélérée, atteignant 15,0 % en février, la flambée précédente des prix de l'énergie et d'autres

consommations intermédiaires utilisées dans la production de produits alimentaires continuant de se répercuter sur les prix à la consommation. L'inflation hors énergie et produits alimentaires a fortement augmenté, atteignant 5,6 % en février contre 5,3 % en janvier, alimentée par la répercussion différée de la flambée antérieure des prix de l'énergie, ainsi que par les tensions en amont persistantes, bien qu'en diminution, et par le renforcement des pressions à la hausse sur la croissance des salaires. Au niveau sectoriel, la hausse des prix dans le secteur des biens industriels non énergétiques s'est accélérée en février, à 6,8 %, reflétant principalement les effets retardés d'anciens goulets d'étranglement au niveau de l'offre et des prix élevés de l'énergie. La hausse des prix des services – qui a atteint 4,8 % en février – est également toujours portée par les répercussions progressives des augmentations des coûts de l'énergie antérieures, la demande latente résiduelle liée à la réouverture de l'économie et la croissance des salaires.

Les autres indicateurs de l'inflation sous-jacente restent également élevés. Ces indicateurs ayant pour objectif de rendre compte de la partie la plus persistante de l'inflation, il est intéressant de les comparer avec les enquêtes portant sur les anticipations relatives à la persistance de l'inflation. Les données d'enquêtes relatives à l'inflation totale à court terme sont alignées avec les informations provenant des indicateurs de l'inflation sous-jacente. En d'autres termes, les enquêtes prévoient que l'inflation baissera, mais restera élevée, supérieure à 4 %, au cours des prochains mois. Toutefois, on constate une déconnexion pour 2024-2025, les données tirées d'enquêtes et les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché indiquant que l'inflation serait bien inférieure à 4 % à partir de début 2024. Cela montre qu'il n'est pas évident d'extrapoler un signal pour l'inflation totale à moyen terme à partir des indicateurs de l'inflation sous-jacente. De fait, il est probable que ces indicateurs reflètent, à des degrés divers, les distorsions cumulées résultant des évolutions exceptionnelles qui ont suivi la pandémie – à savoir la guerre en Ukraine et le choc énergétique.

En ce qui concerne plus particulièrement l'inflation *core*, on constate un écart important entre les évolutions de l'inflation dans les secteurs sensibles à l'énergie et dans ceux qui ne le sont pas. Les secteurs fortement dépendants de l'énergie ont enregistré une hausse disproportionnée de l'inflation par rapport aux autres secteurs. Cela implique qu'avec la dissipation de l'effet du choc énergétique, la contribution de cette composante de l'inflation *core* commencera à diminuer. M. Lane a également noté que, même si l'on peut s'attendre à ce que les évolutions de l'inflation dans les secteurs sensibles à l'énergie exercent des pressions à la baisse, l'inflation dans les secteurs à forte intensité salariale a commencé à accroître leur contribution à l'inflation *core*.

Les modifications des pondérations de l'IPCH en janvier devraient avoir un impact significatif sur le profil de l'inflation en 2023. Pour l'inflation totale, la modification implique un impact négatif tout au long de 2023, tandis que pour l'inflation *core* (et en particulier les services), l'impact serait négatif au

premier trimestre 2023 et positif au troisième trimestre, principalement en raison du poids plus important des services de loisirs en 2023.

M. Lane a observé qu'il est important d'examiner également la dynamique de l'inflation afin de saisir les points de retournement. La variation annualisée en pourcentage des prix en glissement sur trois mois, corrigée des variations saisonnières, constitue l'un des indicateurs de la dynamique. Pour l'inflation totale, cette mesure est revenue de près de 11 % en novembre 2022 à un niveau proche de 3 % en février 2023. Ce fléchissement marqué de la dynamique est entièrement imputable à une forte décélération de la hausse des prix de l'énergie. Pour les autres composantes de l'IPCH, les variations de la dynamique de l'inflation ont été beaucoup plus limitées.

Malgré une atténuation, les tensions en amont restent importantes. Les tensions sur les salaires se sont renforcées, soutenues par un marché du travail robuste et des salariés cherchant à récupérer une partie du pouvoir d'achat perdu sous l'effet de la forte inflation. De plus, beaucoup d'entreprises ont pu accroître leurs marges bénéficiaires dans des secteurs faisant face à une offre contrainte et à une résurgence de la demande. L'évolution des bénéfices par rapport à celle des salaires suggère que les salaires n'ont eu qu'une influence limitée sur l'inflation ces deux dernières années et que la hausse des bénéfices a été nettement plus dynamique que celle des salaires. Une question importante pour les prévisions d'inflation est de savoir si les entreprises poursuivront la même stratégie de fixation des prix ou si elles accepteront une baisse de leurs marges bénéficiaires au cours de la période à venir.

Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont fortement augmenté sur l'ensemble des échéances depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 1^{er} et 2 février, bien qu'elles aient à nouveau fléchi plus récemment. De façon plus rassurante, les anticipations ressortant de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires et de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels montrent qu'une part croissante de participants prévoient que l'inflation sera à sa cible à long terme. Les anticipations des ménages relatives à l'inflation à trois ans, telles qu'elles ressortent de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs, ont baissé de 0,5 point de pourcentage en janvier 2023 par rapport à l'enquête du mois précédent.

Dans les projections de mars de la BCE, la trajectoire de l'inflation a été révisée à la baisse pour l'ensemble de l'horizon de projection, en raison principalement d'une contribution des prix de l'énergie moins importante que prévu précédemment. Cela implique un moindre rôle des mesures budgétaires compensatoires et un impact légèrement plus fort du resserrement de la politique monétaire. Les projections d'inflation s'élèvent désormais en moyenne à 5,3 % en 2023, 2,9 % en 2024 et 2,1 % en 2025, ce qui implique des révisions à la baisse de 1,0, 0,5 et 0,2 point de pourcentage, respectivement.

En revanche, l'inflation hors énergie et produits alimentaires a été révisée à la hausse de 0,4 point de pourcentage, à 4,6 % pour 2023, en grande partie sous l'effet de récentes surprises et de la répercussion décalée des effets indirects des hausses passées des prix de l'énergie. Globalement, ces effets indirects continueront de contribuer à l'inflation jusqu'à la fin de l'horizon de projection malgré les fortes corrections à la baisse des prix de l'énergie. De même, la dépréciation passée de l'euro a continué d'exercer une pression à la hausse sur l'inflation *core*, quoique dans une moindre mesure que supposé précédemment en raison de la récente appréciation de l'euro. Par conséquent, même si la majeure partie de l'inflation *core* anticipée résulte essentiellement des bénéfices et des coûts de main-d'œuvre, la contribution des effets indirects du choc énergétique et de la dépréciation de l'euro observés dans le passé demeure importante. Toutefois, la baisse des prix de l'énergie, conjuguée à la récente appréciation de l'euro et à la poursuite du durcissement des conditions du crédit, devrait progressivement freiner l'inflation *core* par rapport aux projections de décembre. Cela se reflète dans les révisions à la baisse de l'inflation *core*, à hauteur de 0,3 et 0,2 point de pourcentage pour 2024 et 2025, respectivement. Sur ces dernières années de l'horizon de projection, l'inflation *core* devrait revenir lentement vers 2 % d'ici 2025.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent des tensions existantes en amont qui pourraient toujours entraîner une augmentation plus forte des prix de détail à court terme. Des facteurs intérieurs tels qu'une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible du Conseil des gouverneurs, ou des hausses de salaires et des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. Par ailleurs, un rebond économique plus net qu'anticipé en Chine pourrait stimuler à nouveau les prix des matières premières et la demande extérieure. Du côté de la baisse, la persistance de fortes tensions sur les marchés financiers pourrait accélérer la désinflation. De plus, le reflux des prix de l'énergie pourrait se traduire par une réduction de la pression exercée par l'inflation sous-jacente et les salaires. Un affaiblissement de la demande, y compris en raison d'une transmission de la politique monétaire plus forte qu'anticipé, contribuerait aussi à exercer une pression moindre sur les prix par rapport aux projections actuelles, en particulier à moyen terme.

Les conditions de financement reflètent une forte transmission du resserrement de la politique monétaire mais ont récemment affiché une volatilité significative. Les taux d'intérêt de marché ont fortement augmenté dans les semaines suivant la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de février. Mais cette tendance s'est largement inversée dans les jours précédant la réunion de mars, dans un contexte de graves tensions sur les marchés financiers. S'agissant des taux réels, M. Lane a commenté deux mesures de ces taux. La première est la version à court terme, calculée comme le taux directeur moins le taux d'inflation anticipé à un trimestre. Ce taux réel à court terme reste négatif, mais il augmente fortement – vers le territoire positif –, car l'inflation anticipée est en baisse et le taux directeur induit par la courbe des rendements est en hausse. La seconde version

est un concept du coût de financement à moyen terme, calculé comme le taux directeur moyen anticipé sur l'année à venir moins le taux d'inflation anticipé sur la même période. Cette seconde version est nettement positive sur l'ensemble de l'horizon.

M. Lane a souligné que le crédit bancaire aux entreprises est devenu plus onéreux et que, en janvier, le coût d'emprunt des banques a atteint des niveaux observés pour la dernière fois fin 2011. La plus forte hausse a concerné les rendements des obligations bancaires, mais les taux des dépôts commencent également à enregistrer une hausse notable. Il y a également un effet de composition car les dépôts à vue sont de plus en plus délaissés au profit de types de dépôts mieux rémunérés. De plus, le passage des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) au financement de marché pousse également à la hausse le coût du financement des banques. Après un fort ralentissement depuis mi-2022, les flux de crédit aux sociétés non financières sont dernièrement revenus à des niveaux proches de zéro en raison d'une baisse de la demande et d'un durcissement considérable des conditions de l'offre de crédit.

Le coût de l'emprunt pour les ménages a augmenté lui aussi, surtout en raison de la hausse des taux hypothécaires, qui sont actuellement à leur plus haut niveau depuis début 2013. Cette augmentation des coûts de l'emprunt et le repli de la demande qui en résulte, combinés au durcissement des critères d'octroi de crédit, ont entraîné un nouveau ralentissement de la croissance des prêts aux ménages. Dans le contexte de ces dynamiques de prêt plus faibles, la croissance monétaire s'est encore fortement ralentie, sous l'effet de ses composantes les plus liquides. Le fléchissement du taux de croissance annuel de l'agrégat monétaire étroit (M1) a été accéléré par un réaménagement prononcé entre instruments au sein de l'agrégat monétaire large (M3), au détriment des dépôts à vue et en faveur d'autres instruments moins liquides mais mieux rémunérés, tels que les dépôts à terme.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Comme l'inflation devrait rester trop longtemps supérieure à la cible, M. Lane a proposé de relever les trois taux directeurs de la BCE de 50 points de base, en ligne avec l'intention communiquée à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs de février. Le Conseil des gouverneurs devrait également déclarer que les futures décisions relatives aux taux directeurs seront prises en fonction de son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire.

À la suite de l'annonce en février que le Conseil des gouverneurs évaluerait la trajectoire future de sa politique monétaire lors de la réunion de mars, cette affirmation claire sur la fonction de réaction de la politique monétaire de la BCE contribuerait à orienter les anticipations des marchés vers les principaux facteurs qui sous-tendent ses décisions. En particulier, cela clarifierait le fait qu'une

analyse attentive des tensions sous-jacentes sur les prix et de l'état de la transmission de la politique monétaire à chaque moment agirait comme un recouplement des projections de la BCE/de l'Eurosystème en période d'incertitude accrue et de potentielles évolutions structurelles. Cela reflète également le fait que la politique monétaire prend en considération les évolutions financières dans la mesure où elles affectent la stabilité des prix, conformément à la déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE.

S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), l'effet de signal fort de la flexibilité intégrée au cadre des réinvestissements associés au PEPP continue de contribuer à soutenir le mécanisme de transmission. Il a par conséquent été proposé que, par mesure de prudence, le Conseil des gouverneurs continue à permettre la flexibilité dans les réinvestissements associés au PEPP, en tant que première ligne de défense efficace contre les risques de fragmentation encore présents, mais qu'il n'exercerait cette flexibilité qu'en cas de détérioration des conditions de marché.

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 partagé l'évaluation de la situation et des perspectives économiques dans la zone euro présentée par M. Lane dans son introduction. Les projections de mars établies par les services de la BCE, dont la date d'arrêté était mi-février pour les hypothèses techniques, ont été finalisées début mars. C'était avant la publication de l'estimation rapide de l'inflation dans la zone euro pour février et l'émergence de tensions sur les marchés financiers. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que ces tensions suscitent une incertitude supplémentaire autour des évaluations de référence de la croissance économique et de l'inflation. Il a été mentionné que, compte tenu de l'émergence de tensions et de l'incertitude accrue, les observateurs pourraient considérer la situation économique comme différente de celle présentée dans les projections. Dans le même temps, il a été indiqué que malgré l'incertitude résultant des tensions et à moins d'une détérioration considérable, dans la nouvelle situation, l'inflation n'allait pas simplement disparaître d'elle-même et l'inflation sous-jacente, en particulier, restait beaucoup trop élevée.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle l'impact à la hausse exercé sur les échanges commerciaux par la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'était atténué au second

semestre 2022. Dans les projections de mars de la BCE, la croissance du PIB en volume mondial et la croissance des échanges commerciaux ont été révisées à la hausse pour 2023, reflétant des projections de croissance plus élevées pour la Chine et les États-Unis. Au cours de l'échange de vues, il a été réaffirmé que la réouverture de l'économie chinoise accroîtrait l'appétence de la Chine pour les matières premières. Tandis qu'actuellement, cela s'applique principalement à la demande chinoise de charbon, il a été suggéré que la perspective d'une reconstitution de ses stocks de gaz par ce pays devrait être suivie avec attention, dans la mesure où une demande accrue de gaz pourrait ne pas encore se refléter pleinement dans les prix à terme actuels du gaz et pourrait encore exercer un impact sur les prix de l'énergie dans la zone euro. Il a été souligné qu'une croissance même plus lente que prévu en Chine impliquerait néanmoins une hausse énorme de sa demande d'énergie.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation de M. Lane selon laquelle les évolutions dominantes depuis le début de l'année représentent une inversion partielle des chocs d'offre défavorables antérieurs, et des signes de plus en plus nombreux indiquent que le resserrement de la politique monétaire commence à se transmettre à l'économie. L'économie de la zone euro a stagné au quatrième trimestre 2022, évitant ainsi la contraction précédemment anticipée. Toutefois, la demande intérieure privée a nettement baissé car la forte inflation, les incertitudes actuelles et les conditions de financement plus strictes pèsent sur la consommation privée et sur l'investissement, qui sont en recul de 0,9 % et 3,6 %, respectivement. Selon les projections de mars de la BCE, l'économie devrait se redresser au cours des prochains trimestres. La production industrielle devrait s'intensifier, les conditions de l'offre continuant de se renforcer, la confiance poursuivant son rétablissement et les entreprises résorbant d'importants arriérés de commandes. L'augmentation des salaires et la baisse des prix de l'énergie atténueront la perte de pouvoir d'achat subie par de nombreux ménages sous l'effet de la forte inflation, ce qui soutiendra la consommation privée.

À plus long terme, les projections de référence de la BCE pour la croissance économique en 2023 ont été révisées à la hausse, à 1,0 % en moyenne, en raison du recul des prix de l'énergie et d'une meilleure résistance de l'économie à un environnement international difficile. Les projections prévoient que la croissance progresse encore par la suite pour atteindre 1,6 % en 2024 et 2025, soutenue par un marché du travail robuste, une amélioration de confiance et une remontée des revenus réels. Dans le même temps, le rebond de croissance en 2024 et 2025 a été vu comme plus faible qu'anticipé en décembre, sous l'effet du resserrement de la politique monétaire. Un certain réconfort a été tiré du fait qu'il n'y a pas eu de contraction à la fin de l'année dernière, contraction qui avait été prévue auparavant, mais il a été rappelé que la stagnation observée impliquait néanmoins des perspectives de croissance fragiles pour cette année.

Il a été noté que la révision à la hausse de la croissance économique en 2023 reflétait un résultat meilleur que prévu pour le quatrième trimestre 2022 et une baisse des prix de l'énergie. Dans le

même temps, les conditions de financement sont désormais plus strictes que dans les hypothèses correspondantes qui sous-tendaient les projections de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème. Il a bien été compris que l'impact des hausses de taux d'intérêt sur la croissance s'exerçait généralement avec un décalage, mais la question demeure de savoir si les modèles de prévision rendent suffisamment compte de l'impact cumulé exercé sur la croissance et l'inflation par la séquence de relèvement des taux observée jusqu'à présent. Il a également été avancé que la baisse du ratio crédit/PIB prévue sur l'horizon de projection ne pouvait être déterminée uniquement par une baisse de la demande de crédit, mais qu'elle devait aussi refléter d'importants effets du côté de l'offre. Ces effets sont susceptibles d'avoir un fort impact sur la consommation et l'investissement, ce qui semble en contradiction avec les effets seulement limités de l'offre de crédit sur le PIB qui sont intégrés dans les projections de la BCE/de l'Eurosystème. Dans le même temps, en l'absence d'informations quantitatives (*hard evidence*), on s'est demandé si des restrictions quantitatives sur les prêts auraient dû être appliquées, au moins avant les récentes perturbations, puisque l'économie s'était améliorée et que les risques macroéconomiques avaient diminué, tandis que la rentabilité des banques s'était inscrite en hausse et que leurs positions de liquidité et de fonds propres étaient solides.

Les membres du Conseil ont largement souligné la résilience durable du marché du travail, qui est demeuré robuste malgré l'affaiblissement de l'activité économique. L'emploi s'est accru de 0,3 % au quatrième trimestre 2022, et le taux de chômage s'est maintenu au niveau historiquement bas de 6,6 % en janvier 2023. Il a été noté que la hausse du taux de chômage qui avait été prévue au cours des six derniers mois ne s'est pas matérialisée et que les projections suggéraient la persistance de tensions sur le marché du travail sur l'horizon de projection. La forte croissance de l'emploi est considérée comme reflétant la réponse élastique de la population active aux opportunités d'emploi, ce qui diffère de la situation au Royaume-Uni et aux États-Unis, où le taux d'activité ne s'est pas totalement redressé depuis la pandémie. Dans le même temps, il a été souligné que les révisions à la hausse de la croissance du PIB en volume et la forte résistance des marchés du travail reflètent probablement l'impact de facteurs favorables, y compris l'épargne accumulée et les coussins de liquidité détenus par les ménages et les entreprises, ainsi que les généreuses mesures de soutien public, autant d'éléments qui ne peuvent durer indéfiniment. Dans ce contexte, il a été rappelé que les marchés du travail constituent généralement un indicateur retardé, susceptible tôt ou tard de refléter les incertitudes de l'économie réelle. Toutefois, il a également été avancé que les tensions sur le marché du travail pouvaient refléter des problèmes potentiellement persistants d'adéquation entre emplois vacants et chômeurs, qui auraient également des conséquences sur les salaires. Il a été indiqué que la résilience du marché du travail et la pénurie de main-d'œuvre signifiaient probablement que, sur la base des régularités historiques, la transmission de la politique monétaire à l'économie pourrait bien être plus faible que prévu.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres du Conseil ont réaffirmé que les mesures de soutien public visant à protéger l'économie des conséquences des prix élevés de l'énergie devaient être temporaires, ciblées, et conçues de manière à ne pas aller à l'encontre des incitations à réduire la consommation d'énergie. Face à la baisse des prix de l'énergie et des risques liés à l'offre énergétique, il est important de commencer à retirer ces mesures rapidement et de manière concertée. Les mesures qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte. En outre, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE et tel que précisé dans les orientations de la Commission européenne du 8 mars 2023, les politiques budgétaires devraient avoir pour objectif d'améliorer la productivité de l'économie de la zone euro 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, peuvent 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 menée à bien rapidement. Sur le plan budgétaire, il a été jugé que les risques provenaient du maintien des mesures de soutien liées à l'énergie mises en œuvre par les pouvoirs publics sur une durée plus longue qu'anticipé actuellement ou de la réorientation de la marge de manœuvre budgétaire vers d'autres dépenses, l'incertitude prévalant quant à la réforme du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE et aux perspectives relatives aux trajectoires nationales d'assainissement à moyen terme.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont globalement estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique étaient orientés négativement. La persistance de fortes tensions sur les marchés financiers pourrait globalement durcir les conditions du crédit plus sévèrement que prévu et peser sur la confiance. À cet égard, il a été souligné que les récentes tensions sur les marchés financiers pourraient compromettre l'anticipation actuelle d'un atterrissage en douceur de l'économie. La guerre de la Russie contre l'Ukraine demeure un important risque à la baisse sur l'économie et pourrait à nouveau entraîner une hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro. Toutefois, les entreprises pourraient s'adapter plus rapidement à l'environnement international difficile, ce qui, associé à la dissipation progressive du choc énergétique, pourrait soutenir une croissance plus forte qu'anticipé actuellement. À moyen terme, la question a été soulevée de savoir si l'évaluation selon laquelle la balance des risques était orientée à la baisse était justifiée, les projections de référence ayant déjà fait l'objet d'un ajustement à la baisse substantiel.

S'agissant de l'évolution des prix, pour la période à venir, les membres du Conseil ont noté que la trajectoire de l'inflation totale avait été révisée à la baisse dans les projections de mars établies par les

services de la BCE, principalement en raison d'une contribution plus faible que prévu des prix de l'énergie et d'effets baissiers légèrement plus marqués du resserrement de la politique monétaire. Dans le même temps, les tensions sous-jacentes sur les prix sont demeurées élevées et, selon les services de la BCE, l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie devrait s'établir en moyenne à 4,6 % en 2023, soit un niveau plus élevé qu'anticipé dans les projections de décembre.

Lors de l'examen des perspectives d'inflation et des projections, il a été indiqué que les données relatives à l'IPCH pour février avaient surpris à la hausse par rapport au point de départ des projections. L'intégration mécanique des informations les plus récentes impliquerait une hausse de l'inflation totale et de l'inflation *core* en 2023. En outre, même sans tenir compte de cette surprise à la hausse, le résultat de 4,6 % prévu pour l'inflation *core* en 2023 suggère que les projections intègrent une conviction exagérément optimiste quant à la modération de l'inflation sous-jacente. S'il est possible que l'inflation *core* soit proche d'un point de retournement, cela n'a pas encore été observé dans les données quantitatives. Il a été fait référence aux calculs de la dynamique de l'inflation *core* à court terme, basés sur l'annualisation du taux de hausses des prix au cours des trois derniers mois, qui avait rebondi pour la zone euro selon les données relatives à l'inflation publiées en février.

Un certain réconfort a toutefois été tiré de l'observation selon laquelle la projection de mars constituait la première révision à la baisse des perspectives d'inflation après huit révisions à la hausse consécutives. Il a été reconnu que cela s'expliquait principalement par un niveau moins élevé des prix des matières premières énergétiques actuels et futurs, et que le choc d'offre qui avait entraîné la forte hausse initiale de l'inflation se dissipait désormais en partie. On s'est interrogé sur l'ampleur et la rapidité des répercussions de la nouvelle situation des prix de l'énergie sur l'inflation sous-jacente. Même si l'intégration dans les projections de certains effets décalés dans la transmission des hausses passées des prix de l'énergie à l'inflation *core* a été accueillie favorablement, cela pose la question de savoir si la transmission se fera de manière symétrique dans le cas des baisses récentes des prix de l'énergie. Comme indication d'une transmission asymétrique, il a été observé que les données tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) indiquaient une baisse beaucoup plus lente des prix à la production que des prix des consommations intermédiaires, ce qui est cohérent avec les travaux académiques récents.

La remarque a été faite que la décomposition de la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie en composantes sensibles à l'énergie et composantes sensibles aux salaires suggère que, alors que le facteur énergie devient moins important, les salaires gagnent en importance. Selon cette décomposition, la croissance des salaires devient le principal déterminant de l'inflation sous-jacente et, dernièrement, sa contribution était environ deux fois plus importante qu'en 2019-20. La rigidité apparente de l'inflation *core* reflète donc une rotation des principaux déterminants.

Il a également été avancé que la mesure dans laquelle l'ajustement de l'inflation *core* aux évolutions des prix de l'énergie serait symétrique au cours de la phase de désinflation dépendrait du

comportement des marges bénéficiaires. Il a été rappelé que les marges bénéficiaires avaient relativement bien résisté et avaient même augmenté en 2022, malgré les chocs défavorables importants liés à l'énergie et aux coûts. Ce comportement pourrait potentiellement différer en cas de baisse des prix de l'énergie, mais il reste à savoir si l'élargissement des marges bénéficiaires s'inversera en 2023.

S'agissant de la fixation des salaires et des prix, les membres du Conseil sont convenus que les tensions sur les salaires se sont renforcées, dans un contexte de marché du travail robuste et d'employés cherchant à retrouver une partie du pouvoir d'achat perdu sous l'effet de l'inflation. De plus, beaucoup d'entreprises ont pu accroître leurs marges bénéficiaires dans des secteurs faisant face à une offre contrainte et à une résurgence de la demande. Il a été fait référence à la forte croissance de la rémunération par tête et des coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre 2022, qui était nettement supérieure aux niveaux considérés comme compatibles avec la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Compte tenu des tensions sur le marché du travail et de la persistance de fortes tensions inflationnistes, en particulier pour les achats courants tels que les produits alimentaires, la croissance des salaires ne devrait pas se ralentir prochainement. Il a été observé que la moyenne pour les accords salariaux dans la zone euro masquait des différences considérables d'un pays à l'autre.

On ne peut dire avec certitude si la projection d'une croissance des salaires plus faible vers la fin de l'horizon, qui figure dans les projections de mars, est justifiée. Dans le même temps, il a été avancé qu'il était cohérent de réviser à la baisse la croissance des salaires nominaux si l'inflation décélérait à un rythme plus rapide qu'attendu précédemment sur le moyen terme. La croissance des salaires nominaux a été un peu moins élevée en raison de la baisse du coût de la vie. En termes réels, toutefois, les projections impliquent une révision à la hausse des salaires, et il a été noté que cela impliquait désormais que le choc sur les termes de l'échange ne se traduirait pas par une baisse des salaires réels d'ici la fin de l'horizon de projection par rapport à début 2022.

Les membres du Conseil ont largement réaffirmé que les évolutions des bénéfices et des marges nécessitaient un suivi constant et une analyse plus approfondie, au même titre que les évolutions des salaires. Les références fréquentes faites aux salaires dans la communication publique ne signifient pas que les évolutions des marges bénéficiaires ne sont pas prises en considération. Il a été souligné que le choc sur les termes de l'échange avait fonctionné comme une taxe et que son absorption dans l'économie nationale devrait comporter une certaine répartition des charges entre le travail et le capital. Du point de vue de la politique monétaire, ce qui est important, c'est que la répartition des charges contribue à empêcher les effets de second tour et les spirales salaires-prix. La question a également été posée de savoir si le dynamisme des marges bénéficiaires impliquait que les fortes tensions sur les coûts n'avaient pas eu d'effet immédiat sur la compétitivité des exportateurs européens. Il a été observé que les bilans et la rentabilité des entreprises ont été très solides, ce qui

suggère un important pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix jusqu'à ce que l'économie commence à se ralentir. En période d'augmentation des tensions sur les coûts, ce pouvoir en matière de fixation des prix et une fréquence plus élevée des modifications des prix ont maintenu des tensions à la hausse sur l'inflation sous-jacente. Toutefois, il a également été souligné que les préoccupations relatives à la compétitivité finiraient par s'imposer et contribueraient à réduire l'inflation.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note du fait que la plupart des mesures s'établissaient actuellement à environ 2 %, même si elles devaient faire l'objet d'un suivi continu, en particulier compte tenu de la volatilité récente des anticipations d'inflation tirées des marchés. Il a été souligné que les anticipations d'inflation tirées des instruments de marché avaient nettement augmenté sur l'ensemble des maturités sur la période comprise entre les deux dernières réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, même si elles ont à nouveau diminué plus récemment. Si ces mesures semblent inclure des primes de risque importantes sur l'inflation, une augmentation de ces primes pourrait être interprétée comme reflétant l'incertitude du marché sur la capacité de la BCE à atteindre sa cible d'inflation de manière durable. Le fait que le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans se soit inscrit en hausse à presque 2,6 % a été considéré comme un signe qu'une réduction rapide de l'inflation sous-jacente était peu probable. En outre, les anticipations d'inflation tirées des instruments de marché n'ont pratiquement pas diminué en réaction aux dernières tensions sur les marchés financiers, ce qui suggère que les événements ne sont pas considérés comme ayant un impact désinflationniste important.

Toutefois, il a également été rappelé que les taux des *swaps* ne reflétaient pas les véritables anticipations d'inflation, car ils incluaient d'importantes primes de risque sur l'inflation. Il a également été fait référence à la récente augmentation des probabilités tirées des prix des options de voir une inflation à plus long terme supérieure à 3 %. S'agissant des enquêtes, il a été rappelé que les anticipations d'inflation à moyen terme tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs avaient diminué, ce qui est rassurant.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que des risques à la hausse et à la baisse pesaient sur les perspectives d'inflation et que, compte tenu de la forte incertitude associée aux tensions récentes sur les marchés financiers, il n'était pas nécessaire pour le Conseil des gouverneurs de présenter sa propre balance collective des risques pour la stabilité des prix à partir de l'ensemble des facteurs de risque. Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent des tensions existantes en amont qui pourraient toujours entraîner une augmentation plus forte qu'anticipé des prix de détail à court terme. Des facteurs intérieurs tels que des anticipations d'inflation durablement supérieures à la cible ou des hausses de salaires et des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. Par ailleurs, un rebond de l'activité plus fort qu'anticipé en Chine pourrait stimuler à nouveau les prix des matières

premières et la demande extérieure. Les risques à la baisse pesant sur l'inflation incluent la persistance de fortes tensions sur les marchés financiers susceptibles d'accélérer la désinflation. De plus, le reflux des prix de l'énergie pourrait se traduire par une réduction de la pression exercée par l'inflation sous-jacente et les salaires. Une contraction de la demande, y compris en raison d'une décélération plus importante du crédit bancaire ou d'une transmission de la politique monétaire plus forte qu'anticipé, pourrait aussi exercer une pression moindre sur les prix par rapport aux projections actuelles, en particulier à moyen terme. Établir une liste de ces facteurs de risque n'implique pas que les risques sont équilibrés, mais souligne plutôt la grande incertitude qui prévaut dans l'environnement actuel, ce qui appelle à une approche s'appuyant sur des données pour l'élaboration de la politique monétaire.

Au cours de leur discussion, les membres du Conseil ont exprimé différents points de vue sur les risques s'agissant du scénario de référence pour les projections d'inflation établies par les services de la BCE, un certain nombre de membres considérant que les risques sont orientés à la hausse sur l'ensemble de l'horizon. Certains membres ont fait valoir qu'il était très peu probable que l'inflation revienne à des niveaux bas aussi rapidement que le suggéraient les projections de mars établies par les services de la BCE, qui donnent l'impression d'une « désinflation immaculée » (c'est-à-dire un retour de l'inflation à la cible avec un coût très faible en termes de perte de production). Il a également été souligné que le scénario de référence et la balance des risques n'étaient pas indépendants l'un de l'autre : si la révision à la baisse du scénario de référence reflète un plus grand optimisme, cela devrait entraîner une réorientation à la hausse de la balance des risques. Il a été avancé que cette interprétation semblait être corroborée par les dernières données relatives à l'inflation, qui sont plus élevées que prévu et remettent en cause la révision à la baisse du scénario de référence. En outre, il a été suggéré que le dernier renforcement de la croissance des salaires était cohérent avec un début d'apparition d'effets de second tour. Il a également été suggéré que l'écart de production était désormais plus étroit qu'auparavant et que, dans tous les cas, il ne fournissait pas les mêmes indications que l'écart de chômage, comme déjà discuté précédemment. Il a été indiqué qu'il était possible que les différents facteurs de risque se renforcent mutuellement plutôt que se neutralisent, ce qui impliquerait une plus grande persistance, en particulier de l'inflation *core*, qu'intégré dans les projections. Une politique budgétaire plus expansionniste a été considérée comme un autre facteur important de risque à la hausse, bien qu'elle soit entourée d'incertitudes, liées en particulier au respect des règles budgétaires. Dans le même temps, il a été avancé que les effets baissiers du resserrement de la politique monétaire et des contraintes de crédit intégrés dans le scénario de référence étaient trop faibles, ce qui fait peser un risque à la baisse.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Il a été noté que le crédit bancaire est devenu plus onéreux pour les entreprises de la zone euro, en raison entre autres de la baisse des

valeurs du collatéral. Cette évolution contribue également à une forte contraction de la demande de prêts. Dans le même temps, l'offre de crédit joue également un rôle, les tensions récentes sur les marchés financiers renforçant probablement le durcissement des conditions du crédit et les banques devenant plus sensibles au risque de retraits sur les dépôts et donc moins enclines à accorder des prêts. Toutefois, dans le contexte d'un rebond attendu de l'économie au cours des prochains trimestres et d'opportunités de prêt rentables pour les banques, l'existence de restrictions sur l'offre de crédit a été remise en question. De plus, il a été avancé que les évolutions du crédit, et en particulier des prêts bancaires aux entreprises, réagissaient à la politique monétaire avec un décalage. Par conséquent, le récent ralentissement de la croissance des prêts pourrait refléter une diminution de la demande de crédit en raison du choc sur les prix de l'énergie et de l'incertitude élevée entourant l'investissement plutôt que des restrictions quantitatives sur l'offre de crédit. Il a également été mentionné que la tendance baissière de l'activité de prêt aux sociétés non financières efface une partie de la croissance exceptionnelle des prêts observée durant la pandémie. Il a toutefois été rappelé qu'il pourrait être nécessaire de réviser cette évaluation favorable si les primes de risque augmentent et si les tensions sur les marchés financiers s'avèrent plus durables.

Il a été noté que l'emprunt était également devenu plus onéreux pour les ménages, en raison de la hausse des taux hypothécaires. Cette évolution a entraîné un repli de la demande de prêts, ce qui, associé au durcissement des critères d'octroi, a conduit à un nouveau ralentissement de la croissance des prêts aux ménages. Des inquiétudes ont été formulées quant au fait que le net ralentissement de la croissance de la monnaie, sous l'effet de ses composantes les plus liquides, pourrait présager de nouveaux risques pour les perspectives économiques.

Dans le même temps, les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans le fait que le secteur bancaire de la zone euro est résilient et dispose de positions de capital et de liquidité solides. La confiance dans le secteur bancaire exprimée par le Conseil des gouverneurs, et les mesures examinées au niveau international pour assouplir les conditions du financement en devises pour les banques devraient atténuer les tensions actuelles sur les marchés. Il a été estimé que, s'il devait être confronté à des répercussions sur les banques de la zone euro, le Conseil des gouverneurs dispose d'une panoplie d'instruments de politique monétaire lui permettant, si nécessaire, d'apporter un soutien en liquidité suffisant au système financier de la zone euro et de préserver la transmission harmonieuse de la politique monétaire. Avec ces instruments, le Conseil des gouverneurs a été jugé en capacité d'apaiser les marchés si et quand cela s'avère nécessaire.

Il a été indiqué que dans le contexte du resserrement de la politique monétaire, il faut s'attendre à des poches de vulnérabilité financière. Les intervenants de marché devraient également examiner avec attention la solidité des banques, et la volatilité élevée devrait donc persister sur les marchés. Il a été avancé que lors de l'évaluation des risques pesant sur la stabilité financière, il fallait tenir compte du

fait que la transmission des impulsions de politique monétaire serait probablement plus forte en période de tensions sur les marchés que lors des périodes plus calmes.

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 se sont largement accordés sur le fait que le crédit bancaire était devenu plus coûteux depuis la précédente réunion de politique monétaire, reflétant la transmission en cours du resserrement de la politique monétaire. Toutefois, plus récemment, les marchés obligataires et les conditions financières plus larges ont affiché une volatilité significative, avec une augmentation des primes de risque, mais une baisse des rendements sans risque, les intervenants de marché ayant considérablement abaissé leurs anticipations relatives au taux directeur maximum au cours du cycle actuel de relèvement des taux. Cela exerce des effets compensateurs et signifie probablement qu'il faut davantage de temps pour évaluer pleinement l'effet global de l'orientation de la politique monétaire sur les conditions financières.

Dans ce contexte, il a été fait référence au principe de séparation, en vertu duquel l'orientation de la politique monétaire doit être évaluée indépendamment des risques liés à la stabilité financière. Il a été rappelé que le Conseil des gouverneurs dispose d'instruments de liquidité pour faire face à d'éventuelles tensions sur la liquidité dans le secteur bancaire et aux répercussions des évolutions internationales, ce qui lui permet de faire abstraction de la volatilité récente des variables des marchés financiers pour fixer les taux d'intérêt en accord avec son objectif de stabilité des prix. Une analyse plus approfondie de la vigueur de la transmission de la politique monétaire a été jugée nécessaire, afin de mieux comprendre l'effet du durcissement des conditions financières sur les perspectives économiques et les tendances de l'inflation sous-jacente. D'une part, il a été estimé que par le passé, l'effet de la politique monétaire avait été continuellement surestimé, ce qui pourrait se produire à nouveau. D'autre part, il a été souligné qu'en raison de la longueur des délais de transmission, les effets des hausses des taux d'intérêt depuis juillet 2022 ne se sont pas encore complètement matérialisés, faisant courir le risque d'une sous-estimation de l'impact du resserrement de la politique monétaire.

En ce qui concerne la proposition relative à la politique monétaire pour la présente réunion, les membres du Conseil ont souligné le fait que l'inflation demeurait bien trop élevée et devrait rester trop élevée pendant une trop longue période. Si les anticipations d'inflation semblent être restées globalement ancrées, les évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se sont déplacées dans la mauvaise direction pendant la majeure partie de la période qui s'est écoulée depuis la réunion de politique monétaire de février, et il existe un risque que l'inflation élevée devienne plus persistante, et que l'inflation *core* continue d'augmenter. Dans ce

contexte, la politique monétaire a encore du chemin à faire pour réduire l'inflation, y compris dans le cas où le scénario de référence des projections de mars de la BCE se matérialiserait. Il a été souligné qu'au vu du risque de persistance de la dynamique d'inflation, la politique monétaire de la BCE devait également être persistante.

Dans le même temps, les tensions exceptionnelles actuelles sur les marchés financiers ont été perçues comme une source d'incertitude significative pesant sur les perspectives économiques et d'inflation, étant donné que l'ampleur, la persistance et la portée du choc ne sont pas connues. La persistance des tensions financières pourrait potentiellement faire passer l'économie du scénario de référence à un régime différent, qui serait difficile à évaluer en temps réel. Pour conclure, il a été estimé que les deux objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière sont complémentaires et qu'il n'est pas nécessaire de réaliser d'arbitrage fondamental, étant donné que la préservation de la stabilité financière favorise la transmission ordonnée de la politique monétaire et la réalisation de la stabilité des prix à moyen terme. En outre, il a été jugé que, sauf si la situation se détériore significativement, il est peu probable que les tensions sur les marchés financiers modifient fondamentalement l'évaluation du Conseil des gouverneurs en ce qui concerne les perspectives d'inflation.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, une très large majorité a approuvé la proposition de M. Lane de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base, conformément à l'intention communiquée par le Conseil des gouverneurs lors de sa dernière réunion de politique monétaire. Il a été reconnu que dans la situation actuelle d'incertitude accrue, une décision a dû être prise malgré une information imparfaite. Dans cette situation, des risques ont été perçus des deux côtés. Toutefois, il a été jugé important de suivre la trajectoire de taux d'intérêt prévue annoncée afin d'insuffler la confiance et d'éviter de créer une plus grande incertitude sur les marchés financiers. Dans tous les cas, il a été souligné que l'inflation se situe à un niveau bien supérieur à la cible du Conseil des gouverneurs et que la dynamique d'inflation est encore trop forte, ce qui justifie un relèvement de 50 points de base des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Dans l'ensemble, il a été considéré qu'une hausse de 50 points de base est proportionnée, en tenant compte des possibles effets secondaires.

Certains membres du Conseil auraient préféré ne pas augmenter les taux directeurs tant que les tensions sur les marchés financiers ne s'étaient pas atténuées et réaliser une réévaluation complète de l'orientation lors de la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en mai. Il a été souligné que les marchés sont volatils et que l'ouverture positive des marchés financiers le deuxième jour de la présente réunion ne peut pas être considérée comme un signe que les risques pesant sur la stabilité financière se sont atténués. En outre, il a été estimé qu'une approche fondée

sur la gestion des risques impliquait une suspension des relèvements de taux d'intérêt, les risques résultant du fait de ne pas augmenter les taux, si les tensions s'avéraient de courte durée, étant évalués comme étant bien moins sévères que les risques associés à un relèvement des taux dans une période de crise persistante. En outre, un relèvement de 50 points de base exercerait un effet de resserrement bien plus important si l'économie pâtit déjà des conséquences des tensions financières. Des épisodes passés ont été rappelés, à l'occasion desquels le Conseil des gouverneurs avait augmenté les taux d'intérêt puis avait dû annuler les relèvements peu de temps après. Il a été estimé que l'approche du Conseil des gouverneurs s'appuyant sur les données suggérait, dans la situation actuelle, de reporter les relèvements de taux d'intérêt et d'attendre que l'incertitude ait diminué.

À plus long terme, les membres sont d'accord avec M. Lane sur le fait que le niveau élevé d'incertitude renforce l'importance d'une approche s'appuyant sur les données pour les décisions futures du Conseil des gouverneurs en ce qui concerne les taux directeurs. Il a été avancé que cette approche reconnaîtrait l'information limitée du Conseil des gouverneurs quant à l'évolution possible des turbulences actuelles sur les marchés. Dans le même temps, il a été maintenu que la communication du Conseil des gouverneurs confirmerait sa détermination à atteindre son objectif principal, étayée par un important relèvement des taux d'intérêt lors de la présente réunion.

Dans ce contexte, il a été souligné que si les perspectives d'inflation intégrées dans les projections de mars de la BCE se confirment, le Conseil des gouverneurs aura encore un long chemin à parcourir dans l'ajustement de l'orientation de la politique monétaire afin de garantir un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible.

Dans le même temps, il a été jugé important que le Conseil des gouverneurs clarifie sa fonction de réaction pour les futures décisions de politique monétaire. Dans ce contexte, il est essentiel de définir clairement les principales « variables de réaction ». Celles-ci comprennent en particulier les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire. En énumérant les principales variables auxquelles une importance particulière sera accordée dans les prochaines décisions de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs fournirait un point d'ancrage que le public pourrait utiliser pour former des anticipations dans des conditions d'incertitude accrue. Une définition plus claire de la fonction de réaction de la politique monétaire permettrait au public d'établir sa propre évaluation de la force de la transmission de la politique monétaire, sur la base d'informations récemment disponibles, telles que celles issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Dans tous les cas, jusqu'à sa réunion de politique monétaire en mai, le Conseil des gouverneurs aura le temps de réévaluer les effets du durcissement des conditions de financement sur la dynamique d'inflation. Dans le même temps, il se tiendra prêt à fournir un soutien en liquidité, si nécessaire, afin de garantir une transmission harmonieuse de la politique monétaire.

Compte tenu de ces considérations, les membres sont généralement convenus que le Conseil des gouverneurs devrait s'abstenir de communiquer des anticipations non conditionnelles pour la trajectoire future des taux d'intérêt. Toutefois, des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que l'absence d'orientation pourrait être interprétée comme un signe que le cycle de relèvement arrivait à son terme. Pour cette raison, il a été suggéré de transmettre le message que, si les perturbations récentes sur les marchés ne s'étaient pas produites, le Conseil des gouverneurs aurait exprimé l'anticipation d'une nouvelle augmentation des taux, compte tenu du scénario de référence.

Dans l'ensemble, les membres ont largement partagé la même vision sur la résilience du système bancaire de la zone euro et sur l'importance de rassurer les intervenants de marché quant au fait que les positions de capital et de liquidité des banques sont solides. Il a été estimé que, même s'il était nécessaire d'indiquer que le Conseil des gouverneurs contrôlerait les risques en matière de stabilité financière, il convenait de réaffirmer que la stabilité des prix constituait l'objectif principal et que le Conseil des gouverneurs restait engagé à ramener au plus tôt l'inflation vers sa cible à moyen terme.

Enfin, il a été jugé important de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble des instruments dont il dispose dans le cadre de son mandat afin de garantir un retour de l'inflation vers la cible à moyen terme et, au vu de l'incertitude élevée, de souligner également le bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

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 dans les réinvestissements au titre du PEPP a été considéré comme une approche préventive efficace pour faire face à la potentielle résurgence des risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées plus en détail dans le communiqué de presse de politique monétaire s'y rapportant. 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 16 mars 2023](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 15-16 mars 2023

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
- M. Šimkus
- M. Stourmaras*
- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau
- M. Visco
- M. Vujčić*
- M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en mars 2023 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

- Mme Bénassy-Quéré
- Mme Buch
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Haber
- M. Koukoularides
- M. Kuodis
- M. Luikmel
- M. Lünemann
- M. Madouros
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Ódor
- M. Rutkaste
- M. Sleijpen
- M. Šošić
- 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
- Mr Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 1^{er} juin 2023.