



Réunion des 2 et 3 février 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 2 et le jeudi 3 février 2022

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a procédé à l'examen des évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 15 et 16 décembre 2021. Les marchés ont bien assimilé les décisions prises par le Conseil des gouverneurs en décembre 2021 de mettre fin en mars 2022 aux achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) et d'ajuster la trajectoire future des achats réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP). Le lendemain de la réunion, les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans et les rendements souverains pondérés par le PIB dans la zone euro étaient inférieurs à leur niveau d'avant la réunion. Néanmoins, les taux d'intérêt réels et nominaux à long terme ont augmenté à l'échelle mondiale par rapport aux niveaux exceptionnellement bas qui prédominaient après la découverte du variant Omicron du coronavirus (COVID-19) fin novembre 2021.

Une ventilation fondée sur un modèle de la récente hausse des taux sans risque à dix ans dans la zone euro suggère que cette évolution résulte principalement de deux facteurs. Le premier est la modification de l'évaluation par les investisseurs de l'impact économique du variant Omicron. Les évolutions des dernières semaines ont renforcé le sentiment que la vague Omicron pourrait être prononcée, mais de courte durée, et qu'elle pèserait moins sur la croissance économique qu'on ne le craignait initialement. Le second facteur qui a poussé les taux d'intérêt à la hausse au cours des dernières semaines est la réévaluation des perspectives mondiales en matière de politique monétaire. Aux États-Unis, les investisseurs ont avancé la date attendue d'un relèvement des taux, le premier étant actuellement prévu en mars. Ils ont également intégré dans leurs prix un plus grand

durcissement de la politique monétaire au cours des deux prochaines années et s'attendent à présent à ce que la réduction de la taille des bilans débute plus tôt.

Dans la zone euro, l'augmentation de la compensation de l'inflation a accentué les pressions haussières exercées par des taux réels plus élevés, les marchés ayant revu à la hausse leurs anticipations concernant la trajectoire future de l'inflation face à des chiffres de l'inflation de nouveau plus élevés qu'attendu en décembre et en janvier. Les évolutions récentes des prix de l'énergie ont également contribué aux perceptions par le marché d'une augmentation des risques d'inflation. Les prix du pétrole brut *Brent* ont augmenté pour s'établir à 90 dollars le baril environ, ce qui constitue le niveau le plus élevé depuis 2014 et représente une augmentation de 25 % environ par rapport à mi-décembre. D'après les courbes des contrats à terme, les prix du pétrole devraient rester élevés à moyen terme. Les prix au comptant et ceux ressortant des contrats à terme sur le gaz sont eux aussi plus élevés qu'avant la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, reflétant les tensions croissantes entre la Russie et l'Ukraine ainsi que le bas niveau des stocks.

Ces évolutions ont contribué à une réévaluation continue des perspectives d'inflation à moyen terme pour la zone euro. Premièrement, les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (SMA) ont considéré que des risques à la hausse pesaient sur l'inflation sur l'intégralité de l'horizon couvert par l'enquête. Deuxièmement, les indicateurs tirés d'enquêtes des anticipations d'inflation à long terme ont été revus à la hausse. Dans l'enquête SMA, notamment, ils ont augmenté pour s'établir à 2 %, après 1,8 % en décembre. C'est leur niveau le plus élevé depuis le démarrage de l'enquête. De même, en janvier, les anticipations d'inflation à long terme du Consensus économique ont atteint 2 % pour la première fois depuis 2015. Les mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont demeurées autour de 2 %. En outre, sur le marché des options sur l'inflation, les investisseurs intègrent dans leurs prix une probabilité de 30 % environ que l'inflation au cours des cinq prochaines années soit, en moyenne, supérieure à 2,5 % et une probabilité de 50 % environ qu'elle soit supérieure à 2 %.

Dans cet environnement, les marchés ont procédé à une révision significative de leurs anticipations concernant les perspectives en matière de politique monétaire dans la zone euro. Par rapport à décembre, la courbe à terme des OIS s'est pentifiée de manière visible sur les échéances à court terme. Les marchés intègrent dans leurs prix un relèvement cumulé de 50 points de base du taux de la facilité de dépôt d'ici mi-2023, portant ce taux à 0 %. Comme d'habitude, ces dates doivent être traitées avec prudence car les taux de marché incluent des primes de terme. Si l'on tient compte de ces primes, l'intégration du relèvement des taux par les marchés implique que le taux de la facilité de dépôt deviendra effectivement supérieur à zéro un peu plus tard. Les participants à l'enquête SMA prévoient maintenant eux aussi que le premier relèvement du taux de la facilité de dépôt interviendra un trimestre plus tôt, au troisième trimestre 2023, avec par la suite une trajectoire beaucoup plus pentue qu'anticipé en décembre.

Les évolutions sur les marchés d'options suggèrent que les investisseurs ont revu non seulement leurs anticipations concernant la trajectoire centrale future des taux d'intérêt à court terme, mais également celles relatives à la distribution des risques autour de cette trajectoire. Cette distribution est désormais davantage orientée à la hausse. Néanmoins, on s'attend toujours à une normalisation de la politique monétaire sensiblement plus lente dans la zone euro que dans de nombreuses autres économies, comme en témoignent les évolutions sur les marchés des changes. L'euro a temporairement baissé par rapport au dollar, revenant à son plus bas niveau depuis juin 2020. Au moment de la réunion, l'euro était encore déprécié de plus de 6 % vis-à-vis du dollar par rapport à l'an passé et s'échangeait à un niveau proche de sa moyenne de 2019. En termes effectifs nominaux, l'euro a baissé de 3 % environ par rapport à il y a un an.

Les investisseurs se préparant à une normalisation plus rapide de la politique monétaire à l'échelle mondiale, on aurait pu s'attendre à ce que les actifs risqués qui ont bénéficié de la longue période de taux d'intérêt très bas subissent des pressions. Or, les actifs risqués ont en fait bien résisté dans l'ensemble, en particulier dans la zone euro. D'après les informations issues de la veille de marché, les taux d'intérêt réels demeurent actuellement à des niveaux qui soutiennent la croissance et les actifs risqués.

Sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro, les écarts de rendement par rapport au *Bund* allemand à dix ans sont demeurés autour de leurs niveaux de décembre à quelques exceptions près. Dans le contexte actuel, la stabilité de ces écarts mérite d'être soulignée. La modification de la trajectoire future attendue de la politique monétaire – selon la logique de séquençage de la BCE – implique une réduction significative du montant des achats d'actifs attendus dans le cadre de l'APP. Le tableau est très similaire sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro, où les écarts de rendement ne se sont que légèrement creusés. Par conséquent, les conditions de financement pour les entreprises de la zone euro sont demeurées très favorables.

S'agissant des évolutions sur les marchés boursiers mondiaux, aux États-Unis, les prix des actions ont nettement diminué dans un premier temps, mais ont annulé une bonne partie de leurs pertes par la suite. Dans la zone euro, les marchés boursiers n'ont enregistré que de très légères pertes par rapport à décembre 2021 : l'impact des taux d'actualisation plus élevés a été contrebalancé par des révisions à la hausse continues des anticipations de bénéfices à plus long terme et par l'amélioration du sentiment à l'égard du risque. Ainsi, dans l'ensemble, la hausse des taux d'intérêt réels et nominaux a bien été absorbée jusqu'à présent par les marchés financiers, les conditions de financement réelles demeurant favorables dans un contexte d'inflation élevée et d'anticipations d'une croissance mondiale toujours soutenue au cours des prochaines années.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

Dans son examen des évolutions mondiales, M. Lane a souligné que le variant Omicron avait entraîné une forte augmentation des cas de coronavirus à l'échelle mondiale en janvier. Malgré la moindre sévérité des cas par rapport aux vagues précédentes, les mesures d'endiguement ont été renforcées dans de nombreuses parties du monde. Alors que durant les vagues précédentes, une rotation de l'épidémie avait été observée entre les économies avancées et les marchés émergents, lors de la vague récente, un grand nombre de pays dans le monde entier se sont retrouvés dans une situation similaire. Cela pourrait impliquer un rebond plus fort et plus synchronisé par rapport aux vagues précédentes. L'assouplissement le plus récent des mesures d'endiguement dans certains pays confirme l'anticipation selon laquelle le nombre de cas Omicron pourrait baisser rapidement une fois qu'un degré d'immunité suffisant aura été atteint.

L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie manufacturière et les services à l'échelle mondiale continue d'aller dans le sens d'une poursuite de la reprise vers la fin de l'année. Mais des signaux indiquent un ralentissement à court terme, en particulier dans le secteur manufacturier. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre continuent de limiter l'activité mondiale. Si d'après divers indicateurs, ces goulets d'étranglement semblent se stabiliser, ils demeurent néanmoins substantiels.

Le taux de change de l'euro s'est déprécié depuis la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, à la fois vis-à-vis du dollar (- 0,9 %) et en termes effectifs nominaux (- 1,2 %). Sur plus longue période, l'appréciation du taux de change observée en 2020 s'est largement inversée, ramenant le taux de change à un niveau plus proche de celui observé avant la pandémie. Les prix du pétrole ont fortement augmenté (+ 28 %) depuis la réunion de décembre, avec un déplacement vers le haut de la courbe des contrats à terme sur le pétrole jusqu'à fin 2024. La hausse des prix du pétrole observée depuis la réunion de décembre peut être attribuée pour l'essentiel à des facteurs d'offre et à la récente incapacité de certains membres de l'OPEP+ à accroître leur production.

Contrairement aux prix du pétrole, les prix du gaz ont diminué de 33 % depuis la réunion de décembre 2021 du Conseil des gouverneurs. Cela est dû à l'hiver relativement doux en Europe et à la réorientation des importations de gaz naturel liquéfié de l'Asie vers l'Europe, qui a contrebalancé et au-delà la forte baisse des importations de gaz en provenance de Russie. S'agissant des perspectives relatives aux prix du gaz, il est important de reconnaître que les chocs d'offre tendent à avoir un effet plus persistant sur les prix du gaz lorsque les stocks sont bas, ce qui est actuellement le cas. Depuis la réunion de décembre, les prix des produits alimentaires ont augmenté de 6 % à l'échelle mondiale, à la suite de récoltes peu abondantes, d'augmentations des coûts de transport et d'un renchérissement des engrais en raison de la hausse des coûts de l'énergie.

S'agissant des évolutions de l'activité dans la zone euro, M. Lane a souligné qu'après une activité soutenue en milieu d'année dernière, un ralentissement significatif avait été observé en fin d'année. En rythme trimestriel, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre 2021 (d'après l'estimation rapide d'Eurostat) après un taux de croissance de 2,3 % au troisième trimestre. Au quatrième trimestre 2021, le PIB de la zone euro avait atteint son niveau d'avant la pandémie. Le ralentissement de la croissance du PIB reflète l'intensification de la pandémie, la persistance de goulets d'étranglement et le niveau toujours élevé des prix de l'énergie.

En Europe, les cas de COVID-19 ont été multipliés par plus de dix depuis la mi-novembre, mais avec l'apparition du variant Omicron, le nombre de patients admis en réanimation n'augmente plus en ligne avec le nombre d'infections. Cela étant, les préoccupations d'ordre sanitaire se sont accrues parmi les consommateurs. L'enquête de décembre 2021 de la Commission européenne montre que les ménages sont devenus moins optimistes s'agissant de leurs dépenses à court terme, en particulier dans les secteurs prestataires de services nécessitant de nombreux contacts.

Concernant la production, les pressions exercées par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se sont stabilisées, mais rien n'indique jusqu'à présent une atténuation significative de ces goulets. La production de matériels de transport a continué d'être freinée par des pénuries de semi-conducteurs et par des problèmes logistiques. En conséquence, l'utilisation des capacités a baissé et les stocks de produits finis et quasi-finis ont augmenté dans ce secteur. La production d'autres biens d'équipement est demeurée robuste.

S'agissant des échanges de biens et de services, le niveau accumulé de commandes à l'exportation est demeuré plus élevé qu'avant la pandémie, mais le flux de nouvelles commandes est en baisse, très probablement du fait de la persistance d'importants goulets d'étranglement.

La reprise est restée soutenue sur le marché du travail. Le chômage a diminué pour revenir à 7,0 % en décembre, soit le taux de chômage le plus bas depuis la création de la zone euro. Les projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème prévoient une amélioration significative de la situation sur le marché du travail et les dernières données confirment cette prévision.

Au troisième trimestre 2021, le nombre de personnes occupant un emploi, qui inclut les travailleurs bénéficiant des dispositifs de maintien de l'emploi, est pratiquement remonté à son niveau d'avant la pandémie. Toutefois, le nombre total d'heures travaillées reste inférieur à son niveau d'avant la pandémie, l'écart entre les deux mesures s'expliquant essentiellement par les dispositifs de maintien de l'emploi. Sur le plan sectoriel, le redressement du nombre d'heures travaillées a connu une accélération plus forte dans les services que dans le secteur manufacturier aux deuxième et troisième trimestres 2021.

Afin d'évaluer les tensions sur le marché du travail, il est utile d'examiner le ratio entre le taux de vacance d'emploi et le taux de chômage et d'en faire une comparaison entre la zone euro et les États-Unis. Aux États-Unis, même avant la pandémie, le nombre d'emplois disponibles était supérieur au nombre de chômeurs, c'est-à-dire que le ratio était supérieur à 1. Alors que ce ratio était tombé au-dessous de 0,5 mi-2020, il a de nouveau augmenté pour s'établir à 1,5 fin 2021. Dans la zone euro, en revanche, en dépit du redressement de ce ratio fin 2021, le nombre de postes vacants ne représente que 30 % environ du nombre de chômeurs. La situation dans la zone euro est donc très différente de celle aux États-Unis. Pour autant, les perspectives en matière d'emploi dans la zone euro ont continué d'être positives et de s'améliorer, l'ensemble des indices PMI relatifs à l'emploi dans la zone s'établissant au-dessus du seuil de 50 qui indique une expansion.

En ce qui concerne l'inflation, l'estimation rapide d'Eurostat relative à l'IPCH pour janvier a été publiée le premier jour de la réunion du Conseil des gouverneurs et n'a été reflétée que de façon limitée dans l'analyse. Les dernières données relatives à l'inflation seront plus pleinement intégrées dans l'analyse pour la réunion de mars. Ces derniers mois, la hausse de l'inflation totale a résulté directement, pour moitié environ, de l'augmentation des prix de l'énergie, mais la contribution des prix des produits alimentaires a augmenté.

D'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale a encore légèrement augmenté pour s'établir à 5,1 % en janvier 2021 – après 5,0 % en décembre et 4,9 % en novembre. Ce taux est beaucoup plus élevé que prévu dans les projections de décembre. La hausse des prix de l'énergie a été très élevée en janvier, à 28,6 %, et résulte pour l'essentiel des prix des carburants. L'accélération de la hausse des prix de l'énergie peut s'expliquer de plus en plus par le niveau plus élevé des prix de l'électricité, affectés par diverses politiques, ainsi que des prix du gaz.

Les prix des produits alimentaires non transformés ont dépassé leurs projections de hausse dans une plus grande mesure que les prix des produits alimentaires transformés. Ces derniers reflètent principalement des hausses de prix au sein du marché intérieur de l'UE dans un contexte de hausses mondiales des coûts de l'énergie ainsi que des prix internationaux des matières premières.

S'agissant de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, la contribution des biens durables a continué d'augmenter, ce qui peut être attribué aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre ainsi qu'au renchérissement de l'énergie. Toutefois, la dynamique des prix pour les autres composantes des biens industriels non énergétiques indique que l'accentuation de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques a concerné l'ensemble des rubriques. La contribution indirecte de l'énergie aux rubriques de l'inflation hors énergie est pertinente dans ce contexte, étant donné que tous les secteurs hors énergie utilisent de l'énergie comme intrant. Habituellement, l'énergie en tant que consommation intermédiaire représente moins de 10 % de l'ensemble des coûts, mais avec des hausses des prix de l'énergie atteignant 28,6 %, de nombreuses catégories individuelles de biens sont impactées.

Plus en amont de la chaîne des prix, les tensions provenant de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques ont continué de s'accumuler, reflétant en partie l'augmentation des coûts de production de l'énergie. Les prix à l'importation des biens intermédiaires sont demeurés inhabituellement élevés et la hausse des prix à la production domestiques des biens de consommation non alimentaires s'est encore accentuée pour atteindre un nouveau point haut historique. Le taux de variation annuel des prix à l'importation des biens de consommation non alimentaires finaux, qui a été négatif sur la majeure partie de 2020 et a eu un effet modérateur sur la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, a encore augmenté et accentué les tensions en amont sur les prix des biens industriels non énergétiques. Cela reflète à la fois le niveau plus élevé des prix des biens pour les importateurs de la zone euro, mais également l'effet de la dépréciation de l'euro.

Plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente ont augmenté pour s'établir à des niveaux supérieurs à 2 %. Cette évolution s'explique toutefois par d'importants facteurs temporaires, en particulier les effets des goulets d'étranglement et les prix élevés de l'énergie. Une hausse du prix de l'énergie fait augmenter le niveau des prix d'autres biens dans l'ensemble de la matrice entrées-sorties. Toutefois, cela n'implique pas nécessairement la persistance d'une inflation élevée. Historiquement, les mesures de l'inflation sous-jacente, conçues dans une certaine mesure pour refléter les évolutions persistantes, sont de bons prédicteurs de l'inflation future. Mais les facteurs temporaires jouent aussi clairement un rôle dans la situation actuelle.

Si l'on compare les évolutions récentes de l'inflation totale dans la zone euro et aux États-Unis, on constate de nombreuses similitudes en termes qualitatifs. Toutefois, en termes quantitatifs, l'inflation mesurée par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie (IPCHX) est ressortie à 2,6 % en décembre dans la zone euro, tandis qu'aux États-Unis, l'IPC hors produits alimentaires et énergie s'établissait à 5,5 %. Si l'inflation plus élevée aux États-Unis peut s'expliquer en partie par les hausses plus prononcées des loyers et par leur pondération plus forte dans l'IPC, la principale différence est cependant liée aux effets des perturbations de l'offre, des goulets d'étranglement et de la réouverture de l'économie sur l'inflation sous-jacente. Ces effets ont été jusqu'à présent beaucoup plus visibles dans les données américaines.

En ce qui concerne les indicateurs d'évolution des salaires dans la zone euro, la croissance des salaires négociés est restée atone au cours des derniers mois, même si la situation sur le marché du travail est plus « tendue » dans certains pays que dans d'autres. Dans l'ensemble, néanmoins, il n'y a aucun signe de grand changement structurel dans l'évolution des salaires négociés. Les anticipations relatives aux coûts de main-d'œuvre n'indiquent pas non plus, à l'heure actuelle, d'effets de second tour importants résultant du niveau élevé de l'inflation.

S'agissant des sources d'inflation intérieure, il convient de noter que dans la zone euro, l'énergie est majoritairement importée et que les prix à l'importation de l'énergie ont augmenté de presque 50 % au

second semestre 2021. Cela a entraîné une forte détérioration des termes de l'échange. Cette détérioration constitue essentiellement une taxe que l'Europe verse au reste du monde. L'effet revenu de la détérioration des termes de l'échange est estimé à environ 2,5 % du PIB. Selon d'autres calculs, les données de balance des paiements les plus récentes indiquent que les paiements effectués par les pays de l'UE au titre des importations d'énergie ont augmenté, passant de 200 milliards d'euros au cours des 11 premiers mois de 2020 à 335 milliards au cours des 11 premiers mois de 2021. Cela représente une augmentation de 66 %.

Par conséquent, les fortes hausses du prix de l'énergie constituent un effet de richesse négatif général sur l'économie européenne. Bien qu'il soit possible d'atténuer cet effet négatif par des impôts et des subventions, il pèsera certainement sur la dynamique macroéconomique. Même si la zone euro a bénéficié du rôle d'amortisseur joué par l'épargne accumulée des ménages, les prévisionnistes doivent tenir compte de cet effet de richesse négatif dans l'analyse des décisions futures en matière de dépenses et de production.

Selon les indicateurs tirés d'enquêtes disponibles, en ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme, elles se sont récemment réancrées à 2 % après la baisse observée début 2020. Cela constitue une réussite, et l'évaluation de la stratégie y a contribué. Ancrer les anticipations d'inflation à 2 % est la pierre angulaire pour atteindre la cible d'inflation de la BCE.

D'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, la distribution des anticipations pour le premier trimestre 2022, comparée aux résultats de l'enquête réalisée un an auparavant, montre que le mode (la réponse la plus fréquente) a augmenté, ressortant à 2 %, ce qui reflète le centre de la distribution. En outre, parmi les prévisionnistes n'anticipant toujours pas une inflation à 2 %, la plupart anticipent un taux inférieur à 2 %. La part des prévisionnistes anticipant une inflation supérieure à 2 % demeure relativement faible, indiquant que le risque d'un désancrage à la hausse est difficile à imaginer. Il y a donc eu une convergence des anticipations d'inflation à plus long terme avec la cible de la BCE.

Dans l'enquête SMA, la fraction des participants anticipant une inflation à long terme inférieure à 2 % est encore importante, mais elle a nettement baissé lors des dernières campagnes d'enquête. Dans le même temps, la proportion des participants qui anticipent une inflation à plus long terme de 2 % a augmenté de manière significative, et il y a peu de changement en ce qui concerne la part des participants considérant que l'inflation sera supérieure à 2 % à long terme. Les mesures de la compensation de l'inflation à moyen et plus long terme extraites des instruments de marché ont été globalement stables, se situant juste au-dessous de 2 %, les mesures corrigées de primes de risque étant légèrement inférieures.

En ce qui concerne les conditions de financement, elles demeurent globalement favorables pour tous les secteurs. Même si la hausse des rendements des obligations bancaires est cohérente avec

l'évolution du marché obligataire dans son ensemble, cela n'a qu'une faible incidence sur les coûts globaux de financement des banques. L'une des raisons en est le maintien de taux d'intérêt négatifs appliqués aux dépôts des entreprises et des ménages ; les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) jouent également un rôle. Globalement, les taux d'emprunts consentis aux entreprises et aux ménages demeurent bas.

Le redressement du volume de prêts s'est poursuivi, le taux de croissance des prêts aux entreprises de la zone euro étant ressorti en hausse à 4,2 % en décembre. L'évaluation par les banques de la zone euro du risque de crédit lié à l'activité de prêt aux entreprises a généralement été favorable. Les critères d'octroi des prêts demeurent largement inchangés (l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le quatrième trimestre 2021 indique un léger durcissement pour les prêts aux entreprises). La croissance des prêts aux ménages continue d'être soutenue par le dynamisme de l'activité de prêt au logement, et les critères d'octroi pour les prêts au logement sont demeurés inchangés au quatrième trimestre 2021.

S'agissant des évolutions monétaires, le taux de croissance annuel de M3 s'est ralenti, revenant à 6,9 % en décembre, en partie en raison d'effets de base. Toutefois, la dynamique à court terme de la croissance monétaire demeure globalement stable. Les entrées au titre des dépôts des ménages se sont modérées depuis avril 2021, dans le contexte d'une reprise de la consommation, de rendements réels plus faibles et de la possibilité d'utiliser les dépôts pour financer l'achat d'un logement.

En ce qui concerne la politique budgétaire, il a été convenu de mettre en place des mesures supplémentaires de soutien budgétaire en réponse au variant Omicron et au renchérissement de l'énergie, entraînant un resserrement budgétaire légèrement plus faible en 2022 que ce qui avait été prévu dans les projections de décembre. D'après les estimations, les besoins supplémentaires de financement des emprunteurs souverains de la zone euro en 2022 devraient être inférieurs à ceux de 2021 et de 2020, et on prévoit des tensions moins fortes sur l'offre d'obligations cette année.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a souligné que la reprise de l'économie de la zone euro se poursuivait, mais qu'elle devrait rester modérée au premier trimestre 2022. Si la vague actuelle de la pandémie pèse sur l'activité économique, en particulier sur les services aux consommateurs nécessitant de nombreux contacts, elle se révèle moins préjudiciable à l'activité économique que les vagues précédentes. Même si les pénuries d'équipement, de matériaux et de main-d'œuvre dans certains secteurs continuent de ralentir la production de biens manufacturés, de causer des retards dans le secteur de la construction et de freiner la reprise dans certains pans du secteur des services, les premiers signes indiquant que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre pourraient commencer à s'atténuer sont

apparus, notamment dans l'estimation rapide de janvier relative à l'indice des directeurs d'achat (PMI). Néanmoins, le choc négatif important sur les termes de l'échange généré par la hausse des prix de l'énergie réduit le pouvoir d'achat des ménages et les bénéfices des entreprises, ce qui limite la consommation et l'investissement. Dans le même temps, la situation sur le marché du travail s'est encore améliorée grâce à la baisse du chômage, ce qui devrait soutenir les revenus. Dans l'ensemble, on s'attend toujours à un fort redressement de l'activité plus tard dans l'année.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance demeurent globalement équilibrés à moyen terme. Les incertitudes liées à la pandémie se sont atténuées, compte tenu de l'impact moins important qu'on ne l'avait craint du variant Omicron. La croissance pourrait s'avérer plus forte qu'attendu si les ménages se montrent plus confiants et épargnent moins que ce qui a été prévu dans les projections de décembre. Cependant, les tensions géopolitiques se sont accrues, et la phase prolongée de coûts élevés de l'énergie constitue un risque à la baisse important sur les dépenses de consommation et l'investissement, tout en accentuant également les tensions sur les coûts dans les secteurs à forte intensité énergétique ainsi que le risque d'effets de second tour sur l'inflation via des accords sur la hausse des salaires nominaux. En outre, si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre ne se résorbent pas au rythme prévu dans les projections de décembre, cela pourrait avoir une incidence négative sur la croissance. Un durcissement plus prononcé que prévu des conditions financières mondiales et un net ralentissement en Chine lié aux évolutions du marché de l'immobilier constituent des facteurs de risques externes nécessitant un suivi.

L'inflation a surpris à la hausse en décembre et en janvier, ressortant respectivement à 5,0 % et 5,1 %. Les prix de l'énergie demeurent de loin le facteur le plus important à l'origine de la hausse de l'IPCH, contribuant directement à plus de la moitié de l'inflation totale en janvier, tandis que les coûts de l'énergie poussent également les prix à la hausse dans de nombreux secteurs. De plus, les indicateurs fondés sur les marchés à terme suggèrent que la phase des prix de l'énergie élevés se prolongera sur la majeure partie de 2022. Les prix des produits alimentaires ont également augmenté, reflétant des conditions météorologiques défavorables et de mauvaises récoltes, mais également les coûts de transport élevés et le renchérissement des engrais, eux-mêmes résultant de la hausse des prix des matières premières. L'IPCHX est ressorti à 2,3 % en janvier, après 2,6 % en décembre. Cette baisse résulte principalement d'une dynamique plus faible de la composante biens industriels non énergétiques, alors que la hausse des prix des services est demeurée inchangée.

Dans l'ensemble, les hausses des prix se sont davantage généralisées, les prix d'un grand nombre de biens et de services s'étant fortement accrus. Dans ce contexte, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont augmenté, même si en raison du rôle joué par les facteurs temporaires liés à la pandémie et des coûts des intrants énergétiques, il n'est pas certain que ces hausses persistent du fait de facteurs temporaires liés à la pandémie et des coûts des intrants énergétiques. Selon une actualisation purement mécanique des dernières projections relatives à l'inflation à court terme, on

s'attend à ce que celle-ci soit plus élevée que prévu en décembre, et elle devrait rester supérieure à 2 % pour le reste de l'année. Dans le même temps, il est encore prévu que la dynamique des prix de l'énergie se ralentisse et que les tensions sur les prix résultant des goulets d'étranglement mondiaux au niveau de l'offre s'atténuent courant 2022. En outre, même si l'amélioration de la situation sur le marché du travail se poursuit, la croissance des salaires demeure globalement modérée. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes prévoient une forte baisse de l'inflation en 2023 et 2024 par rapport à 2022, tandis que les mesures des anticipations d'inflation à long terme ont continué de converger vers la cible de 2 %. Il est important de noter que, d'après ces indicateurs, aucun signe ne suggère une perte d'ancrage à la hausse des anticipations d'inflation.

Par rapport aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, particulièrement à court terme. L'inflation pourrait être plus importante qu'anticipé au cours des prochains mois si la hausse des prix de l'énergie s'intensifie, en particulier si les tensions géopolitiques s'intensifient, si l'offre de pétrole reste durablement déprimée, ou si les goulets d'étranglement dans la production et le commerce international se prolongent jusqu'à la fin de l'année. Au-delà du court terme, l'inflation pourrait être plus élevée que prévu si les tensions actuelles sur les prix alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, ou si l'économie retrouve sa pleine capacité plus rapidement que ce qui est envisagé à l'heure actuelle. Cependant, l'inflation pourrait être plus faible que prévu si les hausses des prix de l'énergie et de l'alimentation exercent un frein plus puissant qu'attendu sur la consommation et l'investissement, contenant ainsi l'inflation sous-jacente, ou si les risques à la baisse pesant sur les perspectives économiques mondiales se concrétisent.

Les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, reflétant principalement un renforcement des anticipations de resserrement de la politique monétaire au niveau mondial. Par conséquent, la date pour un premier relèvement des taux d'intérêt impliquée par la courbe des taux à terme a été avancée, et les marchés anticipent désormais un rythme de normalisation plus rapide des taux d'intérêt après le relèvement. Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages n'en demeurent pas moins à des niveaux historiquement bas, reflétant des coûts de financement des banques limités, qui bénéficient des conditions de financement attachées aux TLTRO. Globalement, les conditions de financement restent favorables.

Dans l'attente des projections de mars établies par les services de la BCE, qui contribueront à réévaluer les implications pour l'inflation à moyen terme des nouvelles données disponibles depuis décembre, M. Lane a proposé de maintenir le cap et de reconfirmer l'orientation de politique monétaire décidée en décembre. Cela signifie que, compte tenu de la reprise économique et de la réduction des risques à la baisse pesant sur la cible d'inflation à moyen terme, le Conseil des

gouverneurs interrompra les achats nets au titre du PEPP fin mars et continuera à réduire graduellement le rythme des achats d'actifs au cours des trimestres à venir. Le soutien monétaire reste toutefois nécessaire pour que l'économie poursuive sa progression et pour que l'inflation se stabilise durablement à 2 %. Compte tenu des nombreuses incertitudes qui ont assombri les perspectives, il est nécessaire de conserver la flexibilité et de n'écarter aucune option dans la conduite de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs devrait par conséquent se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de sa cible de 2 % 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 souscrit à l'évaluation de la situation économique dans la zone euro et des risques pesant sur les perspectives d'activité présentée par M. Lane dans son introduction. S'agissant de l'environnement extérieur, le redressement de l'économie mondiale se poursuit, malgré une perspective de ralentissement à court terme. C'est en particulier le cas dans le secteur manufacturier, où les délais de livraison des fournisseurs ne se sont pas sensiblement réduits. La principale information depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs concerne l'important mouvement des prix des matières premières énergétiques, qui résulte dans une large mesure de facteurs d'offre, eux-mêmes associés à l'impact des tensions géopolitiques.

Étant donné la dépendance de l'Europe à l'égard des importations d'énergie et la nécessité de reconstituer des niveaux de stockage relativement bas, il a été avancé qu'à plus long terme, une accentuation de l'incertitude géopolitique pourrait entraîner une inflation encore plus élevée et persistante. Plus généralement, il a été souligné que l'inflation est dans une large mesure un phénomène mondial. Dans le même temps, il a été rappelé qu'il existe des différences importantes en matière d'évolutions de l'inflation entre les États-Unis et la zone euro. Il a été avancé que dans la zone euro, l'inflation reflète essentiellement un choc d'offre externe plus persistant, alors qu'aux États-Unis, elle résulte dans une large mesure de la demande intérieure, soutenue par une relance budgétaire plus importante, qui alimente déjà une accélération de la croissance des salaires.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, la production a renoué avec son niveau d'avant la pandémie fin 2021, malgré un affaiblissement de la croissance trimestrielle, qui s'est établie à 0,3 % au quatrième trimestre de l'année. L'activité économique et la demande devraient demeurer atones

début 2022, les mesures d'endiguement de la pandémie affectant l'activité dans les services aux consommateurs et les coûts élevés de l'énergie limitant la consommation et l'investissement. Des goulets d'étranglement au niveau de l'offre continuent d'entraver la production et ralentissent la reprise dans certains secteurs et, si des signes indiquent que ces goulets d'étranglement pourraient commencer à s'atténuer, ils persisteront néanmoins encore quelque temps. Au-delà du court terme, la croissance devrait rebondir fortement courant 2022, portée par la robustesse de la demande intérieure, la reprise économique mondiale et la poursuite du soutien apporté par les politiques budgétaires et monétaire.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la reprise économique se poursuit malgré les difficultés induites par les vagues de la pandémie de COVID-19. Il a été avancé que la propagation du variant Omicron ne constituait pas un risque majeur pour les évolutions économiques et il a été observé que certains pays levaient les mesures de protection, les taux d'hospitalisation et de décès diminuant malgré des taux d'infection élevés. Cela permet une dynamique de croissance plus soutenue et une normalisation du cycle conjoncturel dans la période à venir. Dans le même temps, il a été souligné que les entreprises prévoient que les goulets d'étranglement le long de la chaîne d'approvisionnement perdureront jusqu'en 2023, soit plus longtemps que prévu auparavant, malgré de récents signes d'atténuation.

Abstraction faite de la volatilité à court terme, il a été avancé que la demande latente des consommateurs se matérialisait, le taux d'épargne s'inscrivant en recul après les niveaux élevés atteints durant la pandémie. Toutefois, il a été souligné que, selon les dernières données disponibles (troisième trimestre 2021), le taux d'épargne de la zone euro demeurerait nettement supérieur à son niveau d'avant la pandémie et pourrait bien avoir encore augmenté depuis lors, étant donné les nouvelles restrictions liées à la pandémie mises en place au cours de l'hiver. Il a été suggéré que la baisse ne résultait pas nécessairement d'une diminution de la propension à épargner le revenu, mais de tirages sur les actifs financiers nets et, par conséquent, d'une propension temporairement supérieure à consommer la richesse. À cet égard, l'épargne que les ménages et les entreprises ont accumulée est vue comme un facteur atténuant l'impact sur la consommation et l'investissement des chocs défavorables sur l'énergie et les termes de l'échange. Il a été fait référence, en particulier, au fort rebond des bénéfices des entreprises, qui pourrait permettre à celles-ci d'absorber une partie de ces chocs par une compression des marges. Dans le même temps, les tensions liées à la demande non satisfaite permettent de faciliter la répercussion d'une partie des hausses de coûts sur les prix à la consommation. Toutefois, il a également été souligné que le choc sur les termes de l'échange induit par le renchérissement de l'énergie équivalait à une taxe et une perte de revenu disponible supportées par les ménages et les entreprises de la zone euro. Si de nombreux pays ont introduit des mesures compensatoires, il a été indiqué que cette perte n'est compensée que de façon très limitée

par des mesures budgétaires et qu'à plus long terme, elle pèserait probablement sur la consommation et l'investissement.

Il a été largement souligné que le redressement du marché du travail a été robuste et que le chômage est revenu à un point bas historique plus rapidement que prévu. Dans le même temps, les dispositifs de maintien de l'emploi sont encore utilisés. Les pénuries de main-d'œuvre qualifiée s'intensifient et sont de moins en moins liées à des secteurs spécifiques, malgré des différences entre les pays de la zone euro. S'agissant des effectifs, l'emploi a renoué avec ses niveaux d'avant la pandémie et les données d'enquêtes dénotent une poursuite de la forte croissance de l'emploi au cours des prochains mois. Concernant le nombre total d'heures travaillées, cependant, la reprise est moins avancée. Cela a été vu comme étant en partie une conséquence du large recours aux mesures de soutien gouvernemental visant à maintenir l'emploi dans la zone euro. De manière plus générale, il a été suggéré que certains aspects de l'ajustement du marché du travail dans la zone euro, tels que ceux associés à l'immigration et au rythme auquel les travailleurs changent d'emploi, demeureraient incomplets et incertains. D'un côté, il a été avancé qu'aucun élément ne dénotait une réduction significative de l'offre de main-d'œuvre. De l'autre, il a été souligné que certaines des sévères pénuries de main-d'œuvre pourraient se révéler plus durables et pour certains compartiments, il est difficile de savoir si les travailleurs qui se sont retirés de la population active la réintégreront et à quel moment.

S'agissant des politiques économiques, il a été réaffirmé que des mesures budgétaires ciblées et renforçant la productivité ainsi que des réformes structurelles adaptées à la situation des différents pays de la zone euro sont essentielles pour compléter efficacement la politique monétaire. La crise liée à la pandémie a démontré qu'en travaillant de concert, les politiques budgétaires et monétaires peuvent être très efficaces. Au plan budgétaire, il a été fait référence aux mesures compensatoires que les gouvernements ont récemment introduites pour amortir l'impact des coûts élevés de l'énergie sur le pouvoir d'achat et le revenu réel des ménages. Cela constitue une manifestation claire du rôle important de la politique budgétaire à ce stade, comme l'a souligné M. Lane dans son introduction. Il a été largement mentionné que de nouvelles mesures budgétaires seraient probablement adoptées et que dans certaines juridictions, les mesures budgétaires exercent un effet baissier direct sur la mesure de l'inflation totale. Des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles un changement d'orientation de la politique monétaire dans ce contexte pourrait être vu comme allant à l'encontre du renforcement de l'orientation accommodante fournie par la politique budgétaire et donc affaiblissant le dosage des politiques (« *policy mix* ») à un moment où la politique budgétaire apporte le soutien ciblé nécessaire à la demande à court terme.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés à moyen terme. L'économie pourra enregistrer de meilleures performances que prévu si les ménages gagnent en confiance et épargnent moins

qu'attendu. Si les incertitudes liées à la pandémie se sont légèrement atténuées, les tensions géopolitiques, elles, se sont accrues. En outre, la persistance de coûts élevés de l'énergie pourrait exercer un frein plus puissant que prévu sur la consommation et l'investissement. Le rythme auquel les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se résorberont constitue un autre risque pesant sur les perspectives de croissance et d'inflation.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, tout en soulignant que la trajectoire de l'inflation a considérablement évolué depuis l'évaluation réalisée en décembre par le Conseil des gouverneurs. L'inflation a continué de dépasser les projections et s'est inscrite en hausse en décembre et en janvier, à 5,1 %. À court terme, l'inflation devrait rester plus élevée que prévu antérieurement, sous l'effet principalement des prix de l'énergie. Les coûts de l'énergie poussent également les prix des biens et services à la hausse dans de nombreux secteurs. Dans le même temps, les hausses de prix se sont généralisées et la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente se sont inscrites en hausse ces derniers mois, même si le rôle des facteurs temporaires liés à la pandémie signifie que la persistance de ces hausses est incertaine.

Les publications relatives à l'inflation de décembre et janvier ont été évaluées en termes d'ampleur, de sens et d'une composante surprise. Il a été souligné que, pour l'ensemble de la zone euro et pour de nombreux pays, les chiffres de janvier ont atteint leur plus haut niveau depuis l'introduction de l'euro. Il a été fait référence à des taux pouvant atteindre jusqu'à 10 % dans certaines petites économies. Dans une grande économie de la zone euro, un chiffre d'inflation nettement plus bas que celui de l'ensemble de la zone s'explique en partie par des mesures gouvernementales visant à contenir le renchérissement de l'énergie. Dans un autre cas, une forte augmentation des prix de l'électricité a entraîné un résultat nettement plus élevé que prévu. Il a également été noté que dans de nombreux pays, l'inflation a en fait diminué par rapport à décembre.

Quels que soient l'ampleur et le sens de la variation, il a été reconnu que les chiffres de janvier ont été nettement plus élevés que prévu pour la zone euro ainsi que pour tous les pays de la communauté de prévision. Cela a pu être évalué à partir de la réaction des marchés à la publication des chiffres. Il a été souligné qu'une grande partie de la surprise à la hausse s'expliquait par le renchérissement de l'énergie et il a été affirmé qu'elle résultait par conséquent de facteurs ne reflétant pas les évolutions de l'économie domestique de la zone euro. Toutefois, il a été noté que pour l'ensemble de la zone euro, les principales composantes de l'IPCH ont toutes enregistré des hausses inattendues, ce qui dénote des tensions sur les prix plus larges que celles résultant uniquement de la composante énergie.

Il a été observé que la surprise pour janvier était la dernière d'une série de résultats sous-estimés et qu'elle s'était produite en dépit d'une forte révision à la hausse des perspectives d'inflation dans les projections des services de l'Eurosystème établies pour décembre. D'un côté, la taille exceptionnelle

des erreurs de projection récemment observées a été vue comme le signe de l'incertitude à laquelle les prévisionnistes sont actuellement confrontés. De l'autre, il a été reconnu que l'on pouvait s'attendre désormais à une accélération de l'inflation à court terme et que la bosse d'inflation mettrait plus de temps à s'atténuer. Il a été fait référence à la mise à jour mécanique des projections à court terme incorporant les chiffres de janvier, qui suggère que l'inflation pourrait demeurer bien supérieure à 2 % pour l'intégralité de l'année. Cette situation implique une inflation supérieure à 2 % pendant une période prolongée et soulève la question de savoir si les écarts par rapport à la cible d'inflation peuvent encore être qualifiés de « modérés » et « transitoires ». Ces écarts persistants ont accru le risque que l'inflation s'enracine dans les prévisions d'inflation.

À plus long terme, il a été suggéré que les hausses des coûts de l'énergie et des autres coûts de production devaient encore se répercuter intégralement sur les prix à la consommation dans une grande partie de la zone euro et que l'effet n'apparaîtrait ensuite que dans les données relatives à 2023. Des doutes ont été exprimés quant au fait que l'inflation serait inférieure à 2 % en 2023 comme prévu dans les projections de décembre. Il a été avancé qu'il est de plus en plus probable que l'inflation converge vers 2 % à moyen terme, mais plutôt par des valeurs supérieures à la cible qu'inférieures.

Il a été fait référence à l'erreur moyenne dans les projections relatives aux prévisions d'inflation à un horizon de deux ans, qui s'est établie à 0,75 point de pourcentage environ, et au fait que le biais à la baisse récemment observé dans les projections a succédé à une période de biais à la hausse. Ce constat a soulevé les questions de savoir si les performances des modèles sous-jacents sont suffisantes et si les relations historiques qui sous-tendent les modèles et les projections restent valides. De plus, il a été avancé que le recul projeté de l'inflation à moyen terme était en contradiction avec l'absorption rapide des capacités inutilisées sur le marché du travail et la forte demande attendues dans les prochaines années qui sont intégrées dans les projections de décembre. Ce constat incite à donner plus de poids aux autres sources d'informations, telles que les enquêtes, les jugements d'experts et les nouvelles données, pour évaluer les perspectives à moyen terme.

Il a été rappelé que l'hypothèse incluse dans les projections selon laquelle les prix des matières premières énergétiques suivront l'évolution de leurs courbes des contrats à terme, qui sont orientées à la baisse, constitue un élément majeur du recul attendu de l'inflation en deçà de 2 % à moyen terme. Les hypothèses techniques alternatives, comme celles tirées d'une prévision de marche aléatoire (« *random walk* » *forecast*), se traduisent par une inflation supérieure à 2 % en 2023 et 2024. La remarque a également été faite que les projections pouvaient sous-estimer la pression à la hausse structurelle qui s'exerce sur les prix de l'énergie et résulte de la transition verte. De plus, il a été avancé que, même si cette rubrique n'a pas encore été intégrée à l'IPCH officiel, l'augmentation sans précédent des coûts des logements occupés par leur propriétaire justifie leur prise en considération dans les perspectives à moyen terme. Au troisième trimestre 2021, ces coûts ont ajouté 0,3 point de

pourcentage à la hausse de l'IPCH et 0,6 point de pourcentage à la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires.

L'ensemble des membres du Conseil ont fait part de leurs inquiétudes quant aux dernières hausses inattendues de l'inflation, qui sont également manifestes dans les évolutions des prix en rythme mensuel corrigées des variations saisonnières. Il a été fait remarquer que les segments de la population les plus vulnérables sont les plus durement touchés par les coûts de l'énergie élevés et la hausse de l'inflation. Dans le même temps, il a été indiqué que ce qui importe pour la politique monétaire, c'est la nature des forces économiques sous-jacentes et leurs implications pour les perspectives à moyen terme. De plus, la politique monétaire doit être prospective et non réagir de façon mécanique aux publications de données relatives aux périodes passées, telles que les chiffres récents de l'inflation.

Il a été avancé qu'une distinction entre l'offre et la demande, comme entre les influences internationales et domestiques, est plus significative que de simples dichotomies opposant chocs temporaires et chocs persistants. À cet égard, il est important d'évaluer dans quelle mesure les dernières accélérations de l'inflation reflètent la transmission des hausses passées des prix mondiaux de l'énergie plutôt qu'elles ne dénotent des modifications du processus d'inflation domestique. Il a été observé que presque toutes les révisions à la hausse de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente dans la zone euro entre les exercices de projections de septembre et de décembre peuvent s'expliquer par le choc sur les prix de l'énergie quand les effets directs et indirects sont pris en compte. Cela équivaut à un important choc des termes de l'échange affectant l'économie de la zone euro, qui implique des baisses substantielles du revenu réel des ménages et des bénéfices des entreprises qui pourraient, à leur tour, se traduire par une baisse de la consommation et de l'investissement dans la période à venir, suggérant un impact baissier sur les perspectives d'inflation à moyen terme.

Dans ce contexte, il a été réaffirmé qu'aucun signe naissant d'inflation soutenue d'origine interne n'a été observé, car cela nécessiterait une accélération de la croissance des salaires et de nouveaux mouvements à la hausse en matière de prévisions d'inflation. À cet égard, l'absence de preuves d'une plus forte croissance contractuelle des salaires et le fait que les prévisions d'inflation soient toujours bien ancrées ont été vus comme les éléments clefs manquants pour expliquer la trajectoire de l'inflation. Les données sur la croissance des salaires observée dans le passé constituent toutefois un indicateur retardé et ne fournissent pas de signaux adaptés quant à l'inflation future. Cela est particulièrement vrai à l'heure actuelle, alors que les données disponibles ont trait à une période durant laquelle la pandémie était encore à son plus haut. Il convient donc de donner plus d'importance aux indicateurs prospectifs, tels que ceux tirés d'enquêtes. Il a été fait référence aux résultats de l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises, qui font état d'anticipations d'une croissance des salaires nettement plus élevée par rapport à l'an passé, ainsi qu'à des pénuries

importantes de main-d'œuvre et à une transmission importante des prix des intrants aux prix pour le consommateur final, dénotant peut-être une pentification de la courbe de Phillips. Dans le même temps, il a été rappelé que les projections de décembre anticipaient déjà une croissance des salaires d'environ 3 % pour toutes les années de l'horizon de projection et que ce résultat a été jugé compatible avec des projections d'inflation d'environ 2 %. Les dernières données disponibles font état d'une hausse nettement inférieure à 2 % des salaires négociés dans la zone euro.

Même s'il a été souligné qu'il n'y a pas jusqu'à présent d'éléments attestant d'effets de second tour associés aux taux d'inflation élevés actuels, les membres du Conseil ont largement évoqué un risque accru si l'inflation devait demeurer plus élevée durant une période plus longue. L'inflation est supérieure à la croissance des salaires dans de nombreux pays. Cette évolution érode le pouvoir d'achat des ménages et devrait probablement déclencher des hausses de salaire plus fortes au fil du temps. Il a été mentionné que pour que de tels effets de second tour apparaissent, peu importait que les déterminants sous-jacents de l'inflation soient des facteurs d'offre ou de demande. Compte tenu du décalage des données relatives aux salaires, il faudra un certain temps avant que des effets de second tour puissent être observés dans la croissance effective des salaires. Dans le même temps, il a été souligné que la composante rétrospective relative à l'inflation dans le processus de fixation des salaires était un « fait stylisé » et faisait donc partie des modèles de prévision fondés sur des relations historiques. Par conséquent, les taux d'inflation élevés qui prévalent actuellement seront intégrés dans les prochaines projections de mars établies par les services de la BCE, même si cela n'impliquera pas en soi une révision à la hausse des perspectives d'inflation à moyen terme, dans la mesure où l'impact du choc sur les prix de l'énergie et le choc sur les termes de l'échange influenceront probablement l'inflation projetée en sens opposé.

Dans ce contexte, par rapport aux anticipations au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2021, les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, en particulier à court terme. Si les tensions sur les prix alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, ou si l'économie retrouve son plein potentiel plus rapidement, l'inflation pourrait être plus forte. Globalement, il a été jugé important d'attendre le résultat des projections de mars établies par les services de la BCE pour une évaluation plus intégrée et plus globale des perspectives, plutôt que de tirer des conclusions hâtives fondées sur une analyse partielle.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont pris note du fait que les mesures de compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont restées justes au-dessous de 2 % et que les indicateurs tirés d'enquêtes ont atteint 2 % dans les dernières campagnes de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et de l'enquête du Consensus économique. Cette évolution est considérée comme favorable et suggère que les anticipations d'inflation à plus long terme sont bien ancrées sur la cible de 2 %, et qu'il n'y a pas de signe d'une perte d'ancrage à la hausse. Dans le même temps, la hausse des anticipations à plus

long terme et les distributions de probabilités qui les entourent montrent également qu'il n'existe plus de risque d'une perte d'ancrage à la baisse. L'ancrage des anticipations d'inflation est considéré comme un élément clé dans les perspectives d'inflation. Il a été réaffirmé qu'en période de forte incertitude, il convient de mettre davantage l'accent sur les anticipations des entreprises et des ménages afin d'évaluer si l'inflation effective élevée implique un risque de perte d'ancrage.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, selon laquelle globalement, les conditions de financement sont restées favorables pour l'économie de la zone euro. Même si les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, les taux d'intérêt des prêts bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages sont restés à des niveaux historiquement bas. Les prêts aux entreprises se sont redressés sur l'ensemble des échéances et la demande robuste de prêts hypothécaires soutient l'activité de prêt aux ménages. Il a été souligné que le crédit semble circuler librement dans l'économie, sans signe indiquant que les entreprises et les ménages disposant de bilans solides sont confrontés à des restrictions de leur accès au financement. La rentabilité des banques s'est redressée et leurs bilans restent solides. À cet égard, il a été noté que la Supervision bancaire de la BCE avait récemment achevé le cycle 2021 du processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (SREP), qui a confirmé la capacité de résistance globale du secteur bancaire de la zone euro, les établissements importants ayant maintenu des positions solides en matière de fonds propres et de liquidité en 2021, à des niveaux bien supérieurs aux exigences réglementaires. Les banques se trouvent ainsi en bonne position pour faire face à la suppression progressive des mesures prudentielles de soutien restantes.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres ont souligné que les conditions de financement sont restées favorables pour tous les secteurs de l'économie. Toutefois, la remarque a été faite que les évolutions des taux d'intérêt aux États-Unis avaient eu des répercussions considérables sur les taux de marché dans la zone euro. Il a été noté que la conjonction d'anticipations d'un resserrement monétaire à l'échelle mondiale, d'une amélioration des perspectives de croissance, de tensions sur les marchés du travail, de nouvelles surprises à la hausse dans les chiffres de l'inflation et d'une hausse des anticipations d'inflation a conduit les marchés à avancer la date attendue pour un premier relèvement des taux directeurs de la BCE et à intégrer une normalisation plus rapide après le relèvement. Cette situation a entraîné un durcissement endogène des conditions de financement, même si les taux d'intérêt réels sont restés fortement négatifs.

S'agissant des implications pour l'orientation de la politique monétaire résultant des perspectives d'inflation, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les derniers chiffres suggéraient

que l'inflation resterait probablement élevée plus longtemps que ce qui avait été prévu en décembre, les risques qui entourent les perspectives demeurant orientés à la hausse, en particulier à court terme. En conséquence, un large consensus s'est dégagé sur le fait que la situation a changé et qu'il convient d'ajuster le narratif de l'inflation, en mettant l'accent sur la souplesse dans l'utilisation de l'ensemble des instruments sur la période à venir. Un consensus s'est exprimé sur le fait que la convergence vers la cible d'inflation à moyen terme de la BCE n'est plus une perspective lointaine, ce qui rend plus probable le respect des critères de la *forward guidance* dans un délai plus court.

Certains membres ont fait valoir que la probabilité que l'inflation se stabilise autour de 2 % à moyen terme avait déjà fortement augmenté, les perspectives étant proches de remplir les conditions établies dans la *forward guidance* sur les taux d'intérêt. Il a été considéré que cette évolution nécessite un ajustement rapide de l'orientation toujours très accommodante de la politique monétaire. Les achats nets d'actifs et les taux directeurs négatifs ne sont plus considérés comme cohérents avec les données devenues disponibles, car il est jugé peu probable que l'inflation revienne en dessous de la cible à moyen terme. Dans ce contexte, il a été souligné que toute conclusion sur le respect ou non des conditions énoncées dans la *forward guidance* sur les taux d'intérêt ne reposait pas sur les projections des services de la BCE ou de l'Eurosystème, mais qu'elle relevait du jugement du Conseil des gouverneurs sur la base de son évaluation de toutes les informations pertinentes, dont les projections macroéconomiques ne sont qu'un élément. La remarque a été faite que les résultats des modèles de projection pouvaient être remis en cause par la forte incertitude actuelle, ce qui est considéré comme une raison supplémentaire d'accorder moins de poids aux projections par rapport aux autres sources d'information. Il a été rappelé que la formulation actuelle de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux d'intérêt provenait de la stratégie de politique monétaire, qui appelle des mesures de politique monétaire vigoureuses et ancrées dans la durée lorsque les taux d'intérêt sont à leur plancher effectif. Toutefois, il a été noté que les perspectives d'inflation ont évolué entre-temps et qu'à ce stade, le Conseil des gouverneurs doit veiller à ne pas introduire une inertie supplémentaire dans les mesures (c'est-à-dire un rythme d'ajustement plus lent) lors de l'évaluation du respect des critères de la *forward guidance*.

Une réduction de l'orientation accommodante de la politique monétaire devrait s'amorcer, conformément à la *forward guidance* établie pour le séquençage (c'est-à-dire l'ordre dans lequel opèrent les différents instruments de politique monétaire). Il a été rappelé que l'Eurosystème est actuellement en passe d'acheter une part importante des nouvelles émissions d'obligations souveraines de la zone euro, ce qui implique une nouvelle accentuation de l'orientation accommodante de la politique monétaire, à un moment où l'on peut s'attendre à ce que l'inflation soit plus élevée plus longtemps qu'anticipé précédemment. Il a également été souligné que la politique monétaire doit être prospective et que plus la période d'inflation élevée dure, plus le risque d'effets de second tour significatifs deviendra fort. Il a été avancé que dans ce contexte, la politique monétaire a

pour mission de veiller à ce que les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées et d'éviter le risque de voir s'enraciner la forte inflation actuelle. Une certaine prudence a été exprimée quant au fait de fonder l'évaluation du Conseil des gouverneurs sur des données relatives aux salaires qui ne sont disponibles qu'avec un certain décalage. Dans ce contexte, le principal risque n'est plus de resserrer trop tôt la politique monétaire, mais de le faire trop tard. Une normalisation plus précoce de la politique monétaire réduirait le risque d'un resserrement brutal ultérieur, qui pourrait être associé à des coûts économiques et sociaux élevés. Dans ce contexte, plusieurs membres du Conseil ont estimé que les conditions de la *forward guidance* étaient déjà globalement remplies et ont exprimé une préférence pour un ajustement de la *forward guidance* relative à la sortie progressive de l'APP lors de la présente réunion.

D'autres membres ont toutefois souligné qu'il n'existait aucun signe de désancrage à la hausse des anticipations d'inflation dans la zone euro. La hausse des anticipations d'inflation vers 2 % observée depuis l'été précédent doit être considérée comme une évolution favorable. Alors que les risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix ont clairement diminué, il est jugé prématuré de tirer des conclusions sur la question de savoir si les conditions énoncées dans la *forward guidance* sur les taux d'intérêt sont déjà remplies sans disposer d'une évaluation complète des conséquences du choc sur les prix de l'énergie pour les perspectives d'inflation à moyen terme, qui ne deviendra disponible qu'avec les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE. Il a également été souligné que la question demeurait ouverte de savoir si les résultats des projections de mars montreront que l'inflation atteint durablement la cible de la BCE sur l'horizon de projection, ce qui est une condition essentielle pour envisager une hausse des taux directeurs dans le cadre de la *forward guidance*. En outre, il a été souligné qu'un tel scénario était subordonné au maintien de conditions de financement favorables.

En ce qui concerne les projections des services de la BCE et de l'Eurosystème, il a été souligné que l'incertitude exceptionnelle entourant la durée du pic d'inflation devait être expliquée, notamment le rôle des hypothèses relatives aux prix de l'énergie dans la détermination des perspectives d'inflation. Il a été rappelé que la crédibilité du Conseil des gouverneurs est avant tout fondée sur sa capacité à maintenir la stabilité des prix, qui contribue au bien-être des citoyens européens. Dans ce contexte, il a été soutenu que le Conseil des gouverneurs devait éviter une réaction excessive aux évolutions de l'inflation considérées comme de courte durée. La modification de l'orientation de la politique monétaire et de la communication s'y rapportant lors de la réunion en cours est jugée prématurée et susceptible de compromettre la reprise, dans la mesure où dans les projections de décembre des services de l'Eurosystème l'inflation demeure inférieure à la cible du Conseil des gouverneurs à moyen terme, sans aucun signe visible de désancrage des anticipations d'inflation ni aucune preuve tangible d'apparition d'effets de second tour sur les salaires.

Au total, les membres sont largement convenus que les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE permettraient au Conseil des gouverneurs d'évaluer plus en profondeur les implications des nouvelles données accumulées depuis décembre sur les perspectives d'inflation à moyen terme. Il a été noté qu'étant donné le peu de temps restant jusqu'à la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, les informations devenant disponibles ne devraient pas conduire à une évaluation de l'inflation sensiblement différente ou plus favorable, mais pourraient plutôt impliquer une nouvelle révision à la hausse des perspectives d'inflation pour les prochains trimestres. Toutefois, il a également été rappelé que malgré les derniers résultats plus élevés que prévu en matière d'inflation, l'ampleur des révisions éventuelles dans les projections de mars, en particulier pour les perspectives à moyen terme, demeurait une question ouverte. Une évaluation structurée et quantitative de tous les facteurs pertinents constituant la base de l'exercice de projection fournira au Conseil des gouverneurs des informations importantes qui contribueront à donner une assise plus solide à l'évolution de l'orientation de la politique monétaire.

Décisions de politique monétaire et communication

Globalement, un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'une normalisation progressive de l'orientation de la politique monétaire demeure appropriée. Il a été rappelé que lors de la réunion de décembre, le Conseil des gouverneurs avait déjà entamé ce processus de normalisation en annonçant l'arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP et la réduction graduelle de ses achats d'actifs, et qu'il s'attendait à ce que la période de conditions particulières de taux d'intérêt applicables à la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) prenne fin en juin. Dans ce contexte, il a été rappelé qu'il fallait établir une distinction claire entre la *forward guidance* sur les taux d'intérêt et celle portant sur les achats nets dans le cadre de l'APP, qui est fondée sur un critère différent, à savoir la nécessité de renforcer l'effet accommodant des taux directeurs de la BCE.

Il a été jugé essentiel de conduire la politique monétaire de manière graduelle et flexible. À cet effet, il est nécessaire de garder une souplesse suffisante s'agissant de l'horizon temporel pour ajuster les instruments de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en se fondant sur les données. De plus, en raison de l'intensification des risques géopolitiques, il a été jugé nécessaire d'adopter une approche très prudente pour la normalisation de la politique monétaire. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs a dû reconnaître que les chiffres élevés de l'inflation résultaient en partie de chocs mondiaux et non de la politique monétaire, et que celle-ci ne pouvait pas non plus y remédier sans causer une chute brutale de la demande intérieure à un moment où l'économie se remet encore du choc lié à la pandémie. Il a généralement été jugé important pour le Conseil des gouverneurs de souligner qu'il maintiendra une trajectoire claire et prévisible pour ses mesures de politique monétaire,

en se fondant sur son évaluation attentive et régulière des perspectives relatives à l'économie et à l'inflation.

Dans ce contexte, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que le Conseil des gouverneurs devait confirmer sa *forward guidance* sur le séquençement de ses différentes mesures de politique monétaire, qui prévoit de mettre fin aux achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP avant de relever les taux directeurs de la BCE et enfin d'abandonner progressivement les réinvestissements. Il a été nécessaire de rappeler que la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs et sa communication prospective sont toujours tributaires des données, reflétant une anticipation ou une évaluation de probabilité dépendant des perspectives à moyen terme. Globalement, le Conseil des gouverneurs doit utiliser l'optionnalité pour ajuster avec précision le calendrier des différents jalons de sa *forward guidance* de manière à ce que les perspectives d'inflation à moyen terme convergent vers la cible de 2 % fixée par la BCE. Dans ce contexte, il a été rappelé que le Conseil des gouverneurs dispose d'une large panoplie d'instruments pour garantir une flexibilité suffisante lors de la normalisation graduelle de l'orientation de la politique monétaire, en phase avec l'évolution de la situation.

Les membres du Conseil ont également largement approuvé la proposition de M. Lane de confirmer les décisions prises lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, à savoir interrompre les achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP fin mars et continuer de réduire progressivement le rythme des achats nets au cours des prochains trimestres. Dans l'adaptation du narratif de l'inflation et de la communication, il a été nécessaire de reconnaître que l'inflation restait plus élevée que prévu et qu'elle resterait probablement élevée durant un certain temps, ce qui pourrait accroître les risques d'effets de second tour sur la période à venir. Par rapport à l'évaluation de décembre, les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation se sont accrus, en particulier à court terme.

S'agissant de la communication, il a été souligné que le narratif et la communication relatifs à l'inflation devaient être adaptés afin de conserver ou d'accroître l'optionnalité sur la période à venir. La hausse de l'inflation devenant plus durable que prévu initialement, il a été remarqué que le Conseil des gouverneurs devait éviter de qualifier les évolutions de l'inflation de temporaires ou de transitoires et plutôt insister sur son évaluation selon laquelle l'inflation devrait baisser dans le courant de l'année. Les perspectives ont évolué par rapport à décembre et la probabilité d'observer des taux d'inflation inférieurs à 2 % en 2023 a nettement diminué. Dans le même temps, la communication doit souligner l'approche graduelle, fondée sur les données, adoptée pour la normalisation de la politique monétaire afin de garantir une stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

Au vu de l'incertitude accrue et de l'aggravation des risques à la hausse entourant les perspectives d'inflation, un consensus global s'est dégagé pour que le Conseil des gouverneurs fasse part de sa vigilance accrue et suive avec attention les informations qui deviennent disponibles, en particulier en ce qui concerne les effets de second tour. Faire état de la possibilité d'avancer plus rapidement vers

la normalisation de la politique monétaire – si une telle décision était justifiée par les perspectives d’inflation à moyen terme actualisées – a été considéré comme un moyen de garantir que le Conseil des gouverneurs dispose d’une flexibilité suffisante pour prendre des mesures lors de ses prochaines réunions, en s’appuyant sur les données qui deviendront disponibles. Il a été souligné que le Conseil des gouverneurs devait réaffirmer sa détermination à ajuster l’ensemble de ses instruments, en conservant sa flexibilité et en n’écartant aucune option dans un contexte d’incertitude exceptionnellement élevée.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer les décisions prises lors de sa réunion de politique monétaire en décembre 2021, telles qu’énoncées dans le communiqué de presse publié après la conclusion de la réunion.

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 3 février 2022](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 2-3 février 2022

Membres

Mme Lagarde, présidente
M. de Guindos, vice-président
M. Centeno
M. Elderson
M. Hernández de Cos*
M. Herodotou*
M. Holzmann
M. Kazāks
M. Kažimír
M. Knot
M. Lane
M. Makhlouf*
M. Müller
M. Nagel
M. Panetta
M. Rehn
M. Reinesch
Mme Schnabel
M. Scicluna
Mr Šimkus
M. Stournaras*
M. Vasle
M. Villeroy de Galhau
M. Visco
M. Wunsch

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

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 Buch
M. Demarco
Mme Donnery
Mme Goulard
M. Haber
Mr Jurkšas
M. Kaasik
M. Kuodis
M. Kyriacou
M. Lünemann
M. Nicoletti Altimari
M. Novo
M. Ódor
M. Rutkaste
M. Sleijpen
M. Tavlás
M. Välimäki
M. Vanackere
Mme Žumer Šujica

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 adjoint Questions économiques
M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 7 avril 2022.