



Réunion des 13 et 14 avril 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 13 et le jeudi 14 avril 2022

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a passé en revue les dernières évolutions intervenues sur les marchés financiers, en soulignant que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 mars 2022, le sentiment des investisseurs à l'égard du risque s'était nettement amélioré. Les prix des actions dans la zone euro se sont rapprochés des niveaux enregistrés avant la guerre en Ukraine, les écarts de rendement souverains se sont resserrés et les rendements sans risque ont fortement augmenté. Dans le même temps, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont continué d'augmenter, s'établissant bien au-dessus de la cible de 2 % du Conseil des gouverneurs sur l'ensemble de l'horizon.

Les évolutions des rendements souverains observées dans la zone euro depuis la précédente réunion de politique monétaire mettent en évidence trois éléments. Premièrement, la courbe des rendements souverains pondérés par le PIB dans la zone euro s'est déplacée vers le haut depuis la réunion de mars pour s'établir actuellement à des niveaux nettement supérieurs à ceux enregistrés avant la guerre sur l'ensemble des échéances. Deuxièmement, la courbe des rendements dans la zone euro s'est pentifiée. Troisièmement, en dépit de leur récente hausse, les rendements obligataires nominaux, à court comme à long terme, dans la zone euro restent bas d'un point de vue historique.

Une décomposition, fondée sur un modèle, de la récente hausse des taux sans risque à dix ans dans la zone euro fait apparaître deux principaux facteurs à l'origine du déplacement vers le haut des rendements souverains depuis la précédente réunion. Premièrement, l'amélioration des perspectives macroéconomiques et du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial et dans la zone euro suggère que les investisseurs ne considèrent pas l'effet de la guerre sur la croissance comme étant suffisamment fort et durable pour compromettre la reprise. Le second facteur, lié au premier, reflète la réponse de politique monétaire anticipée. Les marchés s'attendent à un rythme plus rapide de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

normalisation de la politique monétaire dans la zone euro, qui ferait sortir les rendements réels du territoire négatif, en phase avec les anticipations de poursuite de la croissance et la réévaluation marquée des perspectives d'inflation.

La ventilation des rendements à long terme en une composante taux réels et une composante inflation montre que la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme observée dans la zone euro depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie reflète principalement une importante réévaluation des perspectives d'inflation par les investisseurs, tandis que les taux d'intérêt réels ont légèrement diminué depuis mars, en dépit de la récente hausse des rendements nominaux.

L'accentuation des tensions inflationnistes ressort également de la courbe à terme des *swaps* indexés sur l'inflation, qui s'est nettement déplacée vers le haut par rapport aux niveaux déjà élevés observés au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Cette hausse de la compensation de l'inflation résulte d'une augmentation des primes de risque sur l'inflation. Les anticipations d'inflation à proprement parler n'ont que légèrement augmenté. La forte augmentation des primes de risque sur l'inflation signale que les investisseurs exigent une compensation plus élevée pour l'exposition de leur portefeuille au risque d'inflation. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, qui constitue une mesure des anticipations d'inflation à long terme extraite des instruments de marché, se situe autour de 2,4 %. Cela suggère que même sur le long terme, les investisseurs attribuent une probabilité plus forte à une inflation plus élevée, et non plus basse, que prévu.

Par rapport à mars, les indicateurs des anticipations relatives à la politique monétaire extraits des instruments de marché se sont déplacés de manière substantielle. La courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) s'est nettement pentifiée, les intervenants de marché intégrant un relèvement des taux un peu inférieur à 25 points de base en juillet cette année et presque trois relèvements de 25 points de base d'ici la fin de l'année. Pour la suite, les marchés s'attendent à ce que le cycle de hausse des taux se poursuive, six relèvements de 25 points de base des taux d'intérêt étant anticipés en 2023. Cela suggère que les marchés considèrent que des mesures de politique monétaire substantielles sont nécessaires pour garantir la stabilité des prix à moyen terme, reflétant les rendements réels à court et à long terme actuels, qui sont très négatifs.

La réponse médiane des participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (SMA) montre que le premier relèvement des taux reste attendu au quatrième trimestre 2022, mais que la part des participants à l'enquête qui anticipent un relèvement plus tôt a augmenté, représentant désormais 40 % environ. Toutefois, la trajectoire attendue après le relèvement des taux est nettement moins prononcée que celle suggérée par les prix de marché. Cela indique probablement que l'augmentation des primes de terme, en raison de la forte incertitude qui subsiste s'agissant du rythme de normalisation de la politique monétaire, a contribué à la pentification de la courbe des taux à terme, les véritables anticipations des marchés étant probablement légèrement inférieures à ce qu'indique la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

courbe à terme. La plus forte incertitude concernant les taux à court terme attendus sur le marché monétaire de l'euro, telle qu'intégrée par le marché, est cohérente avec le principe d'une « fonction de réaction » de la BCE devenant davantage dépendante des données.

Par rapport aux anticipations de mars, les marchés se préparent à un cycle de relèvement des taux américains beaucoup plus prononcé et prévoient que le Comité fédéral de l'*open market* (FOMC) relèvera les taux de 250 points de base environ sur les 12 prochains mois, le taux objectif des fonds fédéraux se stabilisant à un niveau supérieur à 3 %. En outre, le FOMC a fait allusion à une réduction rapide de la taille de son bilan (9 000 milliards de dollars), qui débiterait dès sa prochaine réunion de politique monétaire en mai.

Les mouvements limités du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar depuis la réunion de politique monétaire de mars suggèrent que la récente réévaluation par les marchés des perspectives relatives à la politique monétaire dans la zone euro contrebalance, au moins en partie, les pressions à la baisse sur l'euro exercées par la réévaluation significative des anticipations relatives à la politique monétaire américaine. Dans le même temps, la dépréciation de l'euro observée depuis le début de l'année en raison de la modification des anticipations de politique monétaire par rapport aux États-Unis a été plus importante que ne le suggèrent les régularités entre les pays.

Les évolutions sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro confirment les risques limités de stagnation ou de récession. Les écarts de rendement souverains se sont inscrits sur une tendance durablement baissière depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

De plus, la forte reprise récente des prix des actions reflète avant tout une inversion de la hausse antérieure de la prime de risque sur actions, liée à l'amélioration du sentiment à l'égard du risque. Un facteur plus fondamental expliquant la bonne tenue des prix des actions, et plus généralement des actifs risqués, est la relative robustesse des perspectives de bénéfices des entreprises de la zone euro, en dépit de la guerre. Il n'y a pas eu, jusqu'à présent, de baisse des anticipations de bénéfices sur les 12 prochains mois. Les anticipations de bénéfices à plus long terme ont fortement diminué, mais se sont stabilisées à des niveaux très élevés. Les analystes continuent de prévoir une croissance annuelle des bénéfices de 20 % environ au cours des trois à cinq prochaines années, par rapport à une moyenne de long terme de 8 % environ.

L'optimisme prudent affiché par les intervenants de marché ne signifie pas que les investisseurs écartent des risques à la baisse. Les risques géopolitiques demeurant élevés, les marchés continuent d'intégrer dans leurs prix des risques extrêmes accrus. Par exemple, les risques à la baisse sur les marchés boursiers demeurent élevés dans la zone euro. Un autre risque émane des appels de marge élevés sur les contrats à terme sur matières premières, qui ont entraîné une forte augmentation de la demande de liquidité des sociétés non financières à des fins de couverture de leurs expositions aux prix de l'énergie.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a passé en revue les dernières évolutions économiques, monétaires et financières de l'économie mondiale et de la zone euro. S'agissant des évolutions mondiales, les projections issues des *Perspectives de l'économie mondiale*, printemps 2022, du Fonds monétaire international (FMI) ont nettement revu à la baisse la prévision relative à la croissance du PIB mondial pour 2022 et également pour 2023. La révision à la baisse a été très importante pour la Russie, mais également significative pour les pays proches de la zone de guerre et qui dépendent de la Russie pour leurs importations d'énergie et de métaux.

Les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales ont commencé à s'atténuer après le tournant de l'année. Toutefois, sous l'effet de la guerre et des nouveaux confinements en Chine, cette atténuation marque le pas, voire s'inverse, et les indicateurs prospectifs ont commencé à signaler une détérioration de la dynamique du commerce mondial.

Les prix du pétrole ont fortement diminué suite aux pics observés après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Par rapport au jour de la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, la trajectoire à plus court terme des contrats à terme sur le pétrole est plus basse, mais reste cependant plus élevée qu'à la date d'arrêt (le 28 février) des projections de mars réalisées par les services de la BCE.

Le taux de change effectif de l'euro a enregistré des mouvements relativement mineurs depuis la réunion de mars du Conseil des gouverneurs. Sur une perspective de plus long terme, le taux de change de l'euro a largement retrouvé ses niveaux d'avant la pandémie, aussi bien en termes effectifs que par rapport au dollar.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné une recrudescence de l'incertitude, comme l'indique notamment la mesure de la Commission européenne relative à l'incertitude. La récente évolution des indicateurs de confiance suggère une détérioration des perspectives à court terme, en raison de la hausse des prix de l'énergie, de l'incertitude accrue et de la nouvelle vague de perturbations de l'offre engendrées par la guerre et par les confinements en Chine. Toutefois, les perspectives pour le troisième trimestre demeurent relativement positives, car on s'attend à ce que l'activité soit dopée par le tourisme cet été. De même, l'évaluation pour le quatrième trimestre demeure positive. Jusqu'à présent, l'évaluation est que la guerre aboutira à un ralentissement temporaire de la croissance, mais pas à une détérioration persistante.

S'agissant des composantes de la demande intérieure, la consommation privée devrait s'être contractée au premier trimestre, avec un effet de report négatif résultant de la baisse des ventes au détail en décembre 2021 et un impact défavorable de la poursuite du renchérissement de l'énergie sur les revenus. Les restrictions liées à la pandémie ont été levées, mais les ménages ont réagi très négativement au déclenchement de la guerre, les anticipations en matière de consommation chutant

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

en mars. En particulier, les anticipations des ménages concernant leur propre situation financière future – qui fournissent en général de bonnes indications sur les futures dépenses de consommation – se sont fortement détériorées.

S'agissant de l'investissement des entreprises, le choc lié à l'incertitude risque de nuire davantage à l'investissement qu'à la consommation. Tandis que les projets de dépenses d'investissement seront certainement affectés par l'incertitude accrue, ils pourraient également pâtir de la hausse des coûts de l'énergie. Historiquement, les données font état d'une relation négative entre coûts de production et marge bénéficiaire ; par conséquent, il ne faut pas s'attendre à ce que la hausse des coûts se répercute intégralement sur les prix à la consommation.

Même si des données relatives aux échanges commerciaux prenant en compte le déclenchement de la guerre ne sont pas encore disponibles, le déficit du solde commercial pour l'énergie et les produits alimentaires a continué de se creuser depuis le début de l'année, en raison de la poursuite de la hausse des prix à l'importation de l'énergie et des biens. Cette détérioration est en partie compensée par une amélioration du solde commercial relatif aux échanges hors énergie et alimentation. En mars, l'indice des directeurs d'achat pour les commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction en raison de la guerre en Ukraine et des confinements en Chine.

En ce qui concerne les évolutions sur le marché du travail, le taux de chômage a continué de diminuer et le taux d'activité s'est encore amélioré. Dans les différents secteurs, l'emploi dans les services marchands, y compris le tourisme, n'a pas encore renoué avec ses niveaux d'avant la pandémie, tandis que le secteur public a joué un rôle déterminant dans la création d'emplois, l'emploi dans ce secteur se situant, fin 2021, environ 3 % au-dessus de son niveau antérieur à la pandémie. Toutefois, en mars 2022, les anticipations des ménages relatives au chômage se sont nettement accrues, mais beaucoup moins qu'au début de la pandémie de coronavirus (COVID-19).

Les politiques budgétaires constituent un important facteur d'atténuation de l'impact du choc.

L'essentiel des mesures prises dans la zone euro est destiné à faire face à la hausse des prix de l'énergie, mais une partie du nouveau train de mesures est également consacrée aux dépenses en matière de défense et à l'aide aux réfugiés.

S'agissant des dernières évolutions de l'inflation, la hausse de l'inflation totale mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a atteint un nouveau point haut à 7,5 % en mars, après 5,9 % en février. La composante énergie est celle qui a de loin apporté la plus forte contribution, soit plus de 4 points de pourcentage. La récente accentuation de la hausse des prix de l'énergie est très prononcée et la réaction de l'économie pourrait connaître des non-linéarités, c'est-à-dire qu'en termes d'inflation et de dynamique de la production, la réaction pourrait ne pas être proportionnelle aux fluctuations habituellement beaucoup moins prononcées des prix de l'énergie.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Si l'on décompose la hausse des prix de l'énergie, la composante combustibles, dont la contribution est historiquement la plus forte, a été relativement stable. Les fortes accentuations récentes de la hausse des prix de l'énergie sont plutôt dues aux tarifs de l'électricité et du gaz. La hausse des prix des produits alimentaires s'est également inscrite sur une tendance haussière depuis l'été dernier, atteignant 5,0 % en mars.

En mars, la hausse des prix des biens s'est établie environ 2,5 points de pourcentage au-dessus de sa moyenne de long terme. Une contribution significative d'environ 1 point de pourcentage à cette hausse résulte de la répercussion de l'augmentation des coûts de l'énergie et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Mais il existe également une part significative que l'on ne peut simplement attribuer à la généralisation du choc énergétique et à l'impact des goulets d'étranglement actuellement observés. Les indicateurs de tensions en amont signalent que la hausse des prix des biens, qui était historiquement très faible, va demeurer élevée non seulement en 2022, mais également sur une grande partie de 2023.

La hausse des prix des services s'est accentuée, en grande partie dans les secteurs concernés par la réouverture. Avec la normalisation des voyages et du tourisme, des loisirs, des restaurants notamment, les services dont les prix avaient été réduits ou maintenus à un bas niveau durant la pandémie normalisent actuellement leurs prix, ou même les augmentent dans une plus grande mesure.

Un grand nombre d'indicateurs de l'inflation sous-jacente dans la zone euro – fondés tant sur l'exclusion que sur des modèles – s'établissaient bien au-dessus de 2 % en février, et l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a atteint 3 % en mars. Étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie, il est difficile d'évaluer le degré de persistance de la hausse de ces indicateurs.

S'agissant des perspectives en matière de salaires, la croissance des salaires négociés dans la zone euro s'est graduellement accentuée, demeurant toutefois modérée ces derniers mois, à moins de 2 %. Des informations prospectives issues des accords salariaux, qui couvrent souvent plus d'une année, soutiennent l'opinion selon laquelle les tensions salariales vont s'accroître seulement progressivement. Les salaires nominaux sont habituellement censés être égaux à la somme de la productivité et des prix à la consommation, mais ils pourraient être très inférieurs à ce niveau en 2022, reflétant une diminution de la part du travail dans les revenus et les effets négatifs de prix à l'importation élevés sur les prix à la consommation.

S'agissant des anticipations d'inflation, l'enquête d'avril 2022 auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) montre que la distribution des réponses individuelles a continué de se déplacer vers la droite. Le mode de la distribution s'élève toujours à 2 %, après avoir été très inférieur à 2 % en moyenne, au cours des campagnes d'enquête menées de 2019 à 2021. Dans l'ensemble, les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

anticipations d'inflation à plus long terme (pour 2026) ressortant de l'EPP s'établissent en moyenne à 2,1 %, soit une révision à la hausse par rapport au niveau de 2,0 % lors de la précédente campagne d'enquête. Il ressort de l'enquête EPP comme de l'enquête SMA que l'inflation devrait être supérieure à 2 % en 2022 et très probablement supérieure à 2 % en 2023. Mais pour 2024, la probabilité que l'inflation soit supérieure ou inférieure à la cible est pratiquement la même. Ce scénario global reflète une opinion généralisée parmi les experts de diverses institutions concernant la dynamique de l'inflation.

S'agissant des indicateurs de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché, ils ont encore augmenté dans la zone euro, et de façon particulièrement prononcée sur les horizons courts. À plus long terme, une fois ces indicateurs corrigés des primes de risque, les anticipations se situent dans l'ensemble autour de 2 %.

S'agissant des évolutions financières et monétaires, les conditions financières sont globalement inchangées. Toutefois, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, la courbe à terme de l'€STR s'est nettement déplacée vers le haut sur les échéances à court et moyen termes, la hausse étant prononcée même après correction des primes de risque. Si l'on compare la courbe à terme actuelle avec la situation au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre 2021, on constate un durcissement significatif des taux de marché pertinents pour la tarification des prêts bancaires et les obligations souveraines.

Les coûts du financement bancaire augmentent, sous l'effet de la hausse des rendements des obligations bancaires. Toutefois, les tensions à la hausse sur les coûts globaux de financement des banques sont limitées par le fait que les banques recourent à d'autres sources de financement. Les taux d'intérêt appliqués aux dépôts de la clientèle, qui représentent presque la moitié du passif des banques, continuent d'osciller autour de points bas historiques et le financement de banque centrale se poursuit à des taux très favorables. Les taux débiteurs bancaires demeurent faibles et ont jusqu'à présent été globalement préservés de la hausse des taux de marché.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les banques ont fait état d'une poursuite de l'augmentation nette de la demande de prêts émanant des entreprises au premier trimestre 2022. Les banques ont également fait état d'un durcissement net des critères d'octroi de prêts aux entreprises ce même trimestre, principalement en raison de perceptions de risque accrues et d'une moindre tolérance à l'égard du risque. En outre, les banques prévoient un durcissement net beaucoup plus prononcé au deuxième trimestre. Les banques ont fait état d'une augmentation nette de la demande de prêts des ménages au premier trimestre 2022.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a souligné que l'impact économique défavorable de l'invasion de l'Ukraine par la Russie combinait plusieurs mécanismes. Il est évident que la guerre et l'incertitude qui y est associée pèsent lourdement sur la confiance des entreprises et des consommateurs. En outre, juste au moment où les perturbations de l'offre dues à la phase aiguë de la pandémie étaient en train de s'atténuer, la guerre a créé de nouveaux goulets d'étranglement, et une nouvelle série de mesures destinées à combattre la pandémie en Asie contribue également aux difficultés au niveau des chaînes d'approvisionnement. Certains secteurs peinent de plus en plus à se procurer des intrants, ce qui perturbe la production. Les nouvelles fortes hausses des prix de l'énergie et des matières premières accroissent les coûts de production des entreprises et réduisent le pouvoir d'achat des ménages. L'évolution de l'économie dépendra fondamentalement de la suite du conflit, des retombées des sanctions en vigueur et d'éventuelles mesures supplémentaires. Cela étant, des facteurs agissent également en sens inverse, comme les mesures budgétaires compensatoires, et la possibilité, pour les ménages, de recourir à l'épargne accumulée pendant la pandémie. En outre, la réouverture des secteurs ayant le plus pâti de la pandémie ainsi que le dynamisme du marché du travail continueront de soutenir les revenus et les dépenses. Par ailleurs, à terme, la zone euro va trouver d'autres fournisseurs d'énergie et adapter ses technologies de production pour devenir moins dépendante des combustibles fossiles.

Globalement, la guerre en Ukraine a sensiblement accru les risques entourant les perspectives de croissance, qui sont clairement orientés négativement. Même si les risques liés à la pandémie ont diminué, la guerre pourrait avoir un effet encore plus marqué sur le climat économique et accentuer encore davantage les contraintes d'offre. La persistance de coûts élevés de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande et freiner la consommation et l'investissement plus fortement que prévu.

L'inflation a augmenté, ressortant à 7,5 % en mars, après un taux déjà révisé de 5,9 % en février. Les prix de l'énergie, qui ont augmenté après le déclenchement de la guerre pour s'établir 45 % au-dessus de leur niveau un an auparavant, demeurent la principale raison du taux d'inflation élevé. Les indicateurs extraits des instruments de marché suggèrent que les prix de l'énergie demeureront élevés à court terme, mais qu'ils se modéreront ensuite. Les prix des produits alimentaires ont eux aussi fortement augmenté sous l'effet d'importants coûts de transport et de production, en particulier le renchérissement des engrais, lui-même lié à la guerre en Ukraine. L'inflation sous-jacente, mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est passée de 2,7 % en février à 3,0 % en mars, avec une augmentation du taux d'inflation sectoriel pour le secteur des biens industriels non énergétiques comme pour le secteur des services.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans l'ensemble, les évolutions récentes suggèrent que les taux d'inflation vont demeurer très élevés à court terme. La guerre a aggravé l'incertitude entourant les évolutions futures des prix de l'énergie et influera sur le rythme auquel vont s'atténuer les pressions sur les prix dues aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre mondiale. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux supérieurs à 2 % au cours des derniers mois. Étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie, il est difficile de savoir combien de temps l'augmentation de ces indicateurs persistera. Le potentiel d'offre risque également d'être durablement affecté si les prix de l'énergie persistent à des niveaux élevés. Même si diverses mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées des marchés financiers et d'enquêtes auprès d'experts ressortent, pour la plupart, autour de 2 %, les premiers signes de révision d'un certain nombre d'indicateurs des anticipations d'inflation à un niveau supérieur à la cible doivent être surveillés de près.

Les risques à la hausse entourant les perspectives d'inflation se sont intensifiés, à court terme en particulier. Si les tensions sur les prix ont alimenté une hausse des anticipations d'inflation et des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, ou si les conditions d'offre se détériorent plus durablement, l'inflation pourrait être plus forte à moyen terme. Toutefois, si la demande fléchissait à moyen terme dans un contexte d'érosion persistante des revenus réels en raison du niveau élevé des prix de l'énergie et du coût élevé d'autres biens et services, cela pourrait également atténuer les tensions sur les prix.

Les marchés financiers ont été très volatils depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le déplacement vers le haut de la courbe des taux sans risque n'a pas jusqu'à présent entraîné une réévaluation plus large du risque de crédit. Il n'a pas été observé non plus de tensions graves sur les marchés monétaires ni de pénuries de liquidité au sein du système bancaire de la zone euro. Toutefois, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars, les taux d'intérêt de marché et les coûts de financement des banques ont continué d'augmenter. Jusqu'à présent, les taux des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages sont restés globalement isolés des hausses des taux de marché, grâce à un soutien important en liquidité, au bas niveau des taux sur les dépôts et à la solidité globale des bilans bancaires. L'activité de prêt aux ménages résiste bien, notamment pour les achats de logements, tandis que le flux des prêts aux entreprises s'est stabilisé. L'enquête la plus récente de la BCE sur la distribution du crédit bancaire signale un durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des crédits au logement au premier trimestre de l'année, ce qui reflète une plus grande inquiétude des prêteurs face aux risques auxquels leurs clients sont exposés dans un environnement incertain. Les participants à l'enquête anticipent un nouveau durcissement des critères d'octroi dans les mois à venir, les banques ayant mesuré les retombées économiques négatives de la guerre et du renchérissement de l'énergie.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. Lane a souligné que le Conseil des gouverneurs devait être très attentif aux incertitudes actuelles et suivre de près les données qui lui parviennent en ce qui concerne leurs implications pour les perspectives d'inflation à moyen terme. D'ici la réunion de politique monétaire de juin, davantage d'informations devraient être disponibles sur l'évolution de la guerre et ses ramifications plus vastes. Cela permettra au Conseil des gouverneurs d'évaluer plus largement l'incidence nette sur l'économie et la dynamique de l'inflation.

Dans le même temps, M. Lane a souligné que le Conseil des gouverneurs pouvait conclure que les données disponibles depuis la réunion des 9 et 10 mars confortent l'anticipation selon laquelle il devrait être mis fin aux achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'actifs (APP) au troisième trimestre. Dans la période à venir, la politique monétaire dépendra des données disponibles et des développements dans l'évaluation des perspectives. Dans le contexte actuel de forte incertitude, il est nécessaire de conserver l'optionalité, la progressivité et la flexibilité dans la conduite de la politique monétaire. En particulier, M. Lane a souligné que le Conseil des gouverneurs doit faire savoir qu'il est prêt à ajuster l'ensemble des instruments, dans le cadre de son mandat et de façon souple si besoin, pour assurer que l'inflation se stabilise à 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 globalement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro et des risques pesant sur les perspectives d'activité présentée par M. Lane dans son introduction. L'agression russe contre l'Ukraine a affecté l'économie, en Europe et au-delà. Le conflit, ainsi que l'incertitude qui l'entoure ont pesé lourdement sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Les perturbations des échanges commerciaux ont causé de nouvelles pénuries de matériaux et d'intrants. La flambée des prix de l'énergie et des matières premières a réduit la demande et freiné la production. Cela étant, l'activité économique continue d'être soutenue par la réouverture de l'économie à l'issue de la phase critique de la pandémie. À plus long terme, le niveau de performance de l'économie dépend essentiellement de l'évolution du conflit, de l'impact des sanctions et d'éventuelles mesures supplémentaires. L'inflation s'est fortement accélérée et restera élevée au cours des prochains mois, principalement en raison de la vive hausse des coûts de l'énergie. En outre, les tensions inflationnistes se sont intensifiées dans de nombreux secteurs.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation faite par M. Lane selon laquelle la guerre menée par la Russie en Ukraine et une recrudescence des cas de COVID en Asie – avec les mesures de confinement strictes prises par le gouvernement chinois pour contenir le virus – ont assombri les perspectives mondiales, dans un contexte marqué par des signes d'une nouvelle intensification des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. Des inquiétudes ont aussi été exprimées quant aux pénuries d'intrants produits en Russie et en Ukraine, qui aboutissent à de nouvelles tensions. L'impact de la guerre en Ukraine dépendra des sanctions économiques contre la Russie, qui pourraient être étendues au pétrole et au gaz. Cela devrait freiner la croissance mondiale et faire augmenter encore les prix de l'énergie.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, l'activité économique a enregistré une croissance de 0,3 % au dernier trimestre 2021. Il a été estimé que la croissance est demeurée faible au premier trimestre 2022, en raison, principalement, des restrictions liées à la pandémie. Plusieurs facteurs vont dans le sens d'une atonie de la croissance également au cours de la période à venir. La guerre pèse déjà sur la confiance des entreprises et des consommateurs, notamment du fait de l'incertitude qu'elle suscite. La forte augmentation des prix de l'énergie et des matières premières et les nouveaux goulets d'étranglement créés par la guerre accroissent le coût de la vie pour les ménages et les coûts de production pour les entreprises. Certains secteurs peinent de plus en plus à se procurer leurs intrants, ce qui perturbe la production. Cela étant, des facteurs agissant en sens inverse, comme les mesures budgétaires compensatoires et la possibilité, pour les ménages, de recourir à l'épargne accumulée pendant la pandémie, soutiennent la reprise en cours. En outre, la réouverture des secteurs ayant le plus pâti de la pandémie ainsi que le dynamisme du marché du travail, sur lequel un plus grand nombre de personnes disposent d'un emploi, continueront de favoriser les revenus et les dépenses. Un soutien budgétaire et monétaire reste crucial, en particulier dans l'environnement géopolitique actuellement difficile. Par ailleurs, une mise en œuvre réussie des plans d'investissement et de réforme prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU* accélérera les transitions énergétique et écologique.

Les membres du Conseil sont convenus avec M. Lane que l'incertitude accrue affecte les perspectives de la zone euro, parallèlement au choc d'offre négatif provoqué par la hausse des prix de l'énergie et d'autres matières premières. L'incertitude a atteint de tels niveaux que toute évaluation de la trajectoire future de l'économie est soumise à des intervalles de confiance très larges. Le choc énergétique érode considérablement les revenus réels. La « taxe » sur les termes de l'échange résultant de la hausse des prix de l'énergie est désormais passée à 3,5 % du PIB de la zone euro. On s'attend à ce que cela comprime la demande intérieure, des mesures budgétaires atténuant le choc, mais ayant peu de chances de le contrebalancer intégralement. Les indicateurs prospectifs relatifs à la confiance des chefs d'entreprise se sont nettement affaiblis, également en raison d'une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

intensification des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Il a donc été avancé qu'une récession technique au cours des prochains trimestres ne pouvait être exclue.

Dans le même temps, il a été souligné que, dans l'ensemble, les données disponibles laissent penser que la guerre devrait ralentir la reprise, mais pas la compromettre, à moins qu'un scénario « extrême » moins probable se matérialise. Cette observation est également en phase avec les évolutions sur les marchés financiers depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs. Dans l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (enquête CTS), par exemple, de nombreuses entreprises ont indiqué que l'impact de la guerre se faisait sentir principalement en termes de prix et de coûts, mais pas en termes de commandes et de production. Si les préoccupations relatives à l'activité future sont importantes, reflétant l'incertitude élevée, les enquêtes ont montré que l'impact immédiat de la guerre était plus modéré. Les prévisions récentes du secteur privé continuent de laisser présager une croissance du PIB en volume de 3 % environ en 2022, les prévisions de croissance pour 2023 étant largement inchangées par rapport à celles établies avant la guerre. À ce rythme de croissance, l'économie continuera d'absorber les réserves excédentaires résiduelles. Enfin, il a été souligné que le niveau élevé des prix de l'énergie s'est déjà traduit par une baisse de la consommation d'énergie, ce qui laisse penser que l'élasticité-prix de l'énergie pourrait être plus élevée que présumé.

La réaction de la propension à dépenser et à épargner des ménages a été considérée comme un élément clé de la transmission macroéconomique du choc lié à la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Les indicateurs relatifs au comportement des consommateurs se sont détériorés et la confiance des consommateurs a fortement diminué en mars. L'anticipation d'une baisse de la demande exerce un effet de contagion sur les plans de production et d'investissement, de sorte que les anticipations des entreprises ont également baissé fortement en mars. Le choc de confiance sur l'investissement pourrait être très important et alimenté par un mécanisme d'accélérateur, bien que l'incertitude relative à l'impact *in fine* sur la croissance reste extrêmement forte à ce stade. Cet effet pourrait être aggravé par l'impact du degré d'incertitude élevé sur les taux d'épargne des ménages. Une nouvelle augmentation de l'épargne des ménages et une nouvelle réduction de l'investissement des entreprises pourraient, à leur tour, affaiblir la demande.

Cette évolution est intervenue à un moment où la capacité des ménages à effectuer des dépenses a été directement affectée par la baisse des revenus réels en raison de la hausse de l'inflation. Dans ce contexte, il a été noté que la baisse perçue du pouvoir d'achat, en plus de la baisse effective en raison de l'augmentation de l'inflation, est également importante en soi comme déterminant des décisions de consommation. Cela s'applique particulièrement aux ménages du quintile inférieur de la distribution des revenus. Dans le même temps, il a été rappelé que l'effet sur les revenus réels dû à la hausse des prix de l'énergie a été amorti jusqu'à un certain point par les mesures budgétaires au niveau national, ainsi que par l'épargne accumulée qui représente encore plus de 12 % du revenu disponible

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

annuel. S'agissant de la réponse budgétaire à la guerre entre la Russie et l'Ukraine, il a été souligné que des mesures gouvernementales pouvaient atténuer l'impact au niveau national de la guerre sur les segments de population les plus touchés.

Il a été observé que les bonnes nouvelles provenaient d'un marché du travail en amélioration rapide, le chômage ayant atteint un point bas historique de 6,8 % en février. Le marché du travail reste très solide – voire plus solide qu'anticipé précédemment – et le taux de chômage comme le ratio chômeurs/postes vacants sont revenus à des niveaux historiquement bas. Les enquêtes laissent penser que les projets de recrutement des entreprises ne sont toujours pas affectés par la guerre. Il a toutefois été souligné que, si l'emploi dans le secteur public est nettement supérieur à son niveau d'avant la pandémie, l'emploi dans le secteur privé reste légèrement inférieur, en particulier si l'on considère les heures travaillées. Conjointement avec les préoccupations des travailleurs concernant la sécurité de l'emploi, cela a probablement contribué à une modération de la croissance des salaires.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives économiques étaient orientés négativement. Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre en Ukraine pourrait avoir un effet plus marqué sur le climat économique et accentuer encore les contraintes du côté de l'offre. Le niveau durablement élevé des coûts de l'énergie ainsi qu'une perte de confiance pourraient ralentir la demande davantage que prévu et freiner la consommation et l'investissement.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation a atteint un nouveau record de 7,5 % en mars, après 5,9 % en février. La hausse des prix de l'énergie, après le début de la guerre, avait atteint un taux annuel de 45 %. Les prix de l'énergie continuent d'être le principal contributeur au taux d'inflation élevé, les mesures extraites des instruments de marché laissant penser que les prix de l'énergie resteront élevés à court terme, mais qu'ils baisseront légèrement par la suite. Néanmoins, les hausses de prix se sont généralisées. Les prix des produits alimentaires ont fortement augmenté. Cette évolution est due à l'augmentation des coûts de transport et de production, notamment la hausse des prix des engrais, qui est en partie liée à la guerre en Ukraine. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, les coûts de l'énergie et la normalisation de la demande à mesure de la réouverture de l'économie après la phase critique de la pandémie continuent d'exercer des tensions haussières sur les prix. Les mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux nettement supérieurs à 2 % au cours des derniers mois. Il est difficile de savoir combien de temps l'augmentation de ces indicateurs persistera, étant donné le rôle joué par des facteurs temporaires liés à la pandémie et les effets indirects du renchérissement de l'énergie, mais l'accélération attendue de la croissance des salaires devrait soutenir l'inflation sous-jacente avec le retour de l'économie à son plein potentiel au fil du temps. Même si diverses mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments des marchés financiers et d'enquêtes auprès d'experts ressortent, pour la plupart, à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

environ 2 %, les premiers signes de révision de ces mesures à un niveau supérieur à l'objectif doivent être surveillés de près.

Les membres du Conseil ont noté que la hausse des prix de l'énergie en raison de la guerre en Ukraine a été la principale raison, mais pas la seule, pour laquelle l'inflation a une fois encore été plus élevée que prévu en mars. La guerre a également exercé beaucoup de pressions à la hausse sur les prix mondiaux des produits alimentaires, ce qui va probablement entraîner une nouvelle augmentation des prix des biens de consommation alimentaires dans la zone euro à l'avenir. En outre, les prix élevés de l'énergie se transmettent désormais à l'ensemble des secteurs de l'économie – affectant à la fois l'industrie manufacturière et les services – de sorte que l'inflation devient un phénomène de plus en plus généralisé et persistant. Par conséquent, les mesures de l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux nettement supérieurs à 2 % et il est désormais considéré comme peu probable que l'inflation se rapproche de l'objectif de la BCE à court terme. Il a également été jugé comme relativement peu probable que le frein exercé par la guerre sur la demande privée soit suffisamment fort pour réduire sensiblement l'inflation à moyen terme.

Même si les répercussions économiques de la guerre étaient plus importantes que prévu actuellement, il existe un certain nombre de facteurs qui pourraient rendre l'inflation plus persistante que projeté pour le moment. L'un a trait aux tensions le long de la chaîne des prix. Les prix à la production dans la zone euro ont enregistré une hausse record de plus de 30 % en janvier. La guerre en Ukraine et les mesures prises par la Chine en réponse à la pandémie laissent penser que les tensions en amont de la chaîne et les goulets d'étranglement vont probablement s'intensifier encore, affectant les prix à la consommation sur une période relativement longue. En outre, compte tenu de l'ampleur du choc énergétique, la répercussion sur les prix à la consommation est probablement plus forte que par le passé et, dans un contexte d'inflation globalement plus élevée, les consommateurs pourraient être plus disposés à accepter une transmission plus importante des coûts aux prix. Un deuxième facteur a trait aux salaires. Jusqu'à présent, seul un petit nombre d'accords salariaux ont été renégociés depuis le début de la poussée inflationniste. Mais il est à peu près certain que les travailleurs finiront par demander une compensation de la perte sur leur revenu réel. Et un troisième facteur a trait aux pressions haussières structurelles qui s'exercent sur l'inflation. Avec la guerre, les perspectives d'une nouvelle accélération de la transition écologique se sont accrues. Cela pourrait intensifier les déséquilibres entre offre et demande sur de nombreux marchés de matières premières où les prix de nombreux métaux se situent déjà à des niveaux record. En outre, les gouvernements européens essaient de limiter activement leur dépendance vis-à-vis des chaînes de valeur mondiales dans des domaines d'importance stratégique. Il faut probablement s'attendre à une accélération des efforts de « relocalisation », ce qui affaiblirait l'effet modérateur de la mondialisation sur les salaires et l'inflation.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans le même temps, il a été avancé qu'en raison de la nouvelle hausse des coûts de l'énergie due à la guerre en Ukraine, il n'était pas étonnant que les chiffres de l'inflation en mars aient été plus élevés que dans les précédentes projections. Toutefois, les tensions plus fortes sur les prix de l'énergie à court terme ne sont pas incompatibles avec une inflation plus faible à moyen terme si les effets décalés d'une demande plus faible l'emportent sur l'effet sur l'offre lié au choc. La question est plutôt de savoir à quelle vitesse l'inflation, qui est encore en hausse, reculera pour se rapprocher de 2 %. En outre, il a été souligné que l'accélération actuelle de l'inflation est due à des facteurs mondiaux : les prix du pétrole et des matières premières, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la guerre en Ukraine. Contrairement à ce qu'on observe aux États-Unis, la demande intérieure dans la zone euro reste inférieure à son potentiel. Cela signifie que les déterminants des tensions d'origine interne sur les prix, tels que les salaires, l'emploi et les anticipations d'inflation à moyen terme, ne sont pas globalement incompatibles avec l'objectif de stabilité des prix de la BCE. En ce qui concerne les tensions en amont de la chaîne des prix, il a été avancé qu'elles affectent essentiellement les taux d'inflation annuels à un an et sont dans une certaine mesure faussées par les effets de la pandémie et des perturbations des chaînes d'approvisionnement, qui devraient en principe être temporaires. Ce qui n'est pas clair, c'est à quel point les pressions exercées en amont de la chaîne pourraient alimenter une phase d'inflation élevée qui se poursuivrait à moyen terme. Il a également été souligné que les prix de l'énergie semblent déjà être inférieurs à leurs sommets de cette année et que l'inflation des prochains mois pourrait déjà refléter des effets de base négatifs substantiels.

Les membres du Conseil ont fait remarquer qu'il est difficile d'imaginer une hausse durable de l'inflation sans augmentation des tensions sur les salaires. Même si les évolutions des salaires négociés au niveau de la zone euro devraient rester modérées cette année, avec des accords salariaux se situant entre 1,5 % et 2,5 %, les données en provenance de différents pays montrent une certaine hétérogénéité. Par ailleurs, il faut s'attendre à ce que les revendications salariales soient modérées dans l'environnement d'incertitude actuel, les travailleurs étant de plus en plus préoccupés par la sécurité de l'emploi.

Toutefois, l'utilité des données quantitatives relatives aux salaires pour évaluer les futures tensions inflationnistes a été remise en question, étant donné que les salaires réagissent aux hausses de prix avec un décalage important. Il a donc été suggéré que le rattrapage de la croissance des salaires n'était qu'une question de temps, compte tenu du dépassement important et persistant de la cible d'inflation. L'enquête CTS a également suggéré que les pressions en faveur de hausses des salaires plus importantes s'accumulent. En outre, le tableau des perspectives d'évolution des salaires pourrait changer très rapidement, le chômage ressortant à des niveaux historiquement bas, ce qui renforce la position des salariés dans la négociation. Alors que seul un petit nombre de pays de la zone euro disposent de clauses formalisées d'indexation des salaires, facteur qui explique une croissance des

salaires plus élevée que la moyenne de la zone euro, la situation pourrait évoluer au fil du temps et d'autres mécanismes permettent de rattraper la perte de pouvoir d'achat.

Dans l'ensemble, un large consensus s'est dégagé pour considérer que la persistance d'une inflation élevée, et plus élevée que prévu, augmente le risque d'effets de second tour via les coûts salariaux. Toutefois, les avis divergent quant à l'ampleur avec laquelle ces risques sont susceptibles de se matérialiser. D'une part, il a été avancé que, compte tenu des décalages habituels, les effets de second tour ne se traduiront pas nécessairement par une croissance des salaires plus élevée sur l'année en cours, mais devraient probablement pousser la croissance des salaires à la hausse plus tard en 2023. Par conséquent, il ne serait pas judicieux d'attendre que la croissance des salaires s'accélère avant de se faire une idée des évolutions futures de l'inflation, car le risque à la hausse pour l'inflation serait alors déjà en train de se matérialiser et il serait difficile d'enrayer la spirale salaires-prix qui en résulterait. D'autre part, il a été avancé que les effets de second tour sur les salaires nécessiteraient un changement structurel sur le marché du travail, et plus particulièrement des paramètres structurels de la courbe de Phillips pour les salaires, qui représente la relation entre croissance des salaires et chômage. Les paramètres actuellement estimés ne montrent qu'une transmission très réduite des variations de prix aux salaires. Comme il n'y a eu jusqu'à présent que peu de signes de changements structurels se produisant sur le marché du travail, les effets de second tour via les salaires sont peu probables au stade actuel.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note des évaluations présentées par Mme Schnabel et M. Lane relatives aux dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. Il a été avancé que de plus en plus de signes indiquent que la forte inflation actuelle commence à s'ancrer dans les anticipations, avec au moins le début du désancrage d'un certain nombre d'indicateurs des anticipations d'inflation à plus long terme par rapport à la cible d'inflation de la BCE. Sur les marchés financiers, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à moyen et long terme sont désormais supérieurs à 2 %, même si cela résulte en partie des primes de risque intégrées dans les taux. En outre, la hausse des primes signifie que les investisseurs réclament une assurance contre le risque d'une inflation supérieure à 2 %. Les prévisions du secteur privé, telles que celles couvertes par l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), sont également passées au-dessus de 2 %. Les résultats préliminaires de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) indiquent que les anticipations d'inflation sont devenues un facteur important dans la détermination des prix de vente futurs des entreprises. Les premiers résultats de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (CES) ont montré que les anticipations d'inflation des ménages à trois ans ont considérablement augmenté. Par conséquent, il a été avancé qu'il existe des signes que les anticipations d'inflation à plus long terme commencent à s'écarter de la cible.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Toutefois, il a également été souligné que, de manière générale, les indicateurs des marchés financiers relatifs aux anticipations d'inflation à plus long terme se situent autour de 2 %, ce qui est globalement conforme à la cible de 2 % à moyen terme de la BCE, compte tenu du fait que les primes de risque ont dû être soustraites des taux des *swaps* sur les marchés. Cela ne suggère pas de signe de désancrage des anticipations d'inflation. En outre, dans le contexte de l'important choc d'inflation actuel, il a été considéré normal que les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises augmentent légèrement de manière temporaire. La très faible augmentation des anticipations d'inflation en réponse aux taux d'inflation très élevés, malgré le fait que les ménages et les entreprises adaptent généralement leurs anticipations aux évolutions récentes, pourrait en réalité être considérée comme un signe de la crédibilité de la politique de la BCE. Cette réaction modérée des anticipations d'inflation diffère largement de ce qui s'est passé à la suite du choc pétrolier dans les années 1970.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que, si diverses mesures des anticipations d'inflation à plus long terme tirées des marchés financiers et d'enquêtes auprès d'experts sont ressorties, pour la plupart, à environ 2 %, les premiers signes de révision de ces mesures à un niveau supérieur à la cible doivent être surveillés de près.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques à la hausse entourant les perspectives d'inflation se sont intensifiés, à court terme en particulier. Les risques entourant les perspectives d'inflation à moyen terme comprennent des révisions des anticipations à un niveau supérieur à la cible, des hausses de salaire plus prononcées qu'attendu et une dégradation durable des conditions de l'offre. Toutefois, un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme atténuerait les tensions sur les prix.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé les évaluations présentées par Mme Schnabel et M. Lane dans leurs introductions. Les taux d'intérêt nominaux à long terme ont progressivement augmenté, principalement sous l'effet d'une hausse de la compensation de l'inflation, tandis que les taux d'intérêt réels à long terme sont demeurés inférieurs aux niveaux observés avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les taux d'intérêt nominaux à court terme ont augmenté en raison d'anticipations d'une normalisation de l'orientation de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, mais ont également reflété dans une certaine mesure un durcissement de la politique monétaire aux États-Unis. En conséquence, la question a été soulevée de savoir si l'anticipation de nouvelles hausses des taux entraînerait une modification du calendrier de consommation et d'investissement des ménages et des entreprises. Il a été noté que, au vu des récentes décisions du Conseil des gouverneurs, la dynamique observée jusqu'à présent sur les marchés financiers doit être considérée comme favorable. D'un point de vue historique, le rythme de normalisation de la politique monétaire tel qu'anticipé par les intervenants de marché s'est révélé progressif, tandis que les écarts de taux d'intérêt entre les taux souverains et les taux sans risque sont restés contenus. Cela a en partie été considéré comme une indication des efforts mis en œuvre pour

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

renforcer le système bancaire et financier de la zone euro, qui est bien plus solide qu'il y a dix ans. Dans l'ensemble, les conditions de financement ont été jugées favorables, les taux réels demeurant en territoire négatif et à des niveaux historiquement bas.

Il a été noté que le taux de change de l'euro s'est stabilisé, même si sa dynamique future dépendra des orientations relatives de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis. Il a été avancé que des écarts de taux d'intérêt plus faibles renforceraient l'euro, réduisant directement le coût d'importation des matières premières libellées en dollars. Cela modérerait les tensions inflationnistes, mais pourrait également exercer un effet négatif sur l'activité économique.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, il faut s'attendre à un nouveau durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises et des prêts au logement dans les mois à venir. Cela pourrait freiner la croissance du crédit et entraîner des tensions sur l'offre de crédit. Il a été souligné que les coûts de financement des banques augmentent. Si les banques durcissaient également leurs critères d'octroi des prêts comme l'a suggéré l'enquête, cela pourrait se traduire par une augmentation du coût de l'emprunt bancaire pour le secteur privé. En effet, les taux hypothécaires proposés par des prêteurs non bancaires ont nettement augmenté dans quelques juridictions, entraînant un durcissement des conditions de financement avant même toute modification des taux directeurs de la BCE. Cependant, il a également été souligné que les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages sont restés jusqu'à présent globalement isolés des hausses des taux de marché, et les conditions d'octroi des crédits n'indiquent actuellement pas de contraintes pesant sur les prêts accordés au secteur non financier. En outre, il a été rappelé que l'orientation plus restrictive dont fait état l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pourrait en partie représenter une normalisation après une période de conditions très favorables.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont largement exprimé leur inquiétude quant aux chiffres élevés de l'inflation, qui sont devenus un enjeu majeur pour les ménages et les entreprises. L'inflation totale comme l'inflation sous-jacente ont atteint des niveaux historiquement élevés, les tensions sur les prix s'étendant bien au-delà de l'énergie. Si les coûts des logements occupés par leur propriétaire avaient été inclus dans l'IPCH, au quatrième trimestre 2021, l'inflation sous-jacente aurait été encore plus élevée, de 0,7 point de pourcentage. Il a été noté que plusieurs indicateurs des anticipations d'inflation à long terme ont augmenté, avec un risque accru de désancrage des anticipations d'inflation par rapport à la cible. Dans le même temps, il a également été avancé que, de manière générale, les évolutions des indicateurs des anticipations d'inflation à long terme extraits des instruments de marché peuvent encore être interprétées comme

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

positives, ce qui suggère qu'il est plus probable actuellement que quelques mois plus tôt que la cible d'inflation de 2 % du Conseil des gouverneurs sera atteinte de façon durable

Dans ce contexte, certains membres du Conseil ont estimé qu'il est important d'agir sans tarder afin de démontrer la détermination du Conseil des gouverneurs à maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Une telle intervention a été jugée nécessaire pour éviter que la poussée temporaire d'inflation ne s'installe et que les anticipations d'inflation, en augmentant, s'éloignent davantage de la cible du Conseil des gouverneurs, ce qui rendrait significativement plus coûteux de ramener l'inflation à la cible. Ces membres ont considéré que l'orientation fortement accommodante de la politique monétaire, qui était appropriée lorsque les anticipations d'inflation risquaient de se désancrer à la baisse, n'est plus cohérente avec les perspectives actuelles en matière d'inflation, qui se caractérisent par des niveaux d'inflation élevés et une hausse des anticipations d'inflation. À l'heure actuelle, les taux d'intérêt réels demeurant nettement négatifs, la politique monétaire contribue toujours à stimuler l'économie.

Les erreurs de projection passées relatives à l'inflation totale et à l'inflation sous-jacente ont contribué à ces inquiétudes. De nombreux risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation, qui avaient déjà fait l'objet de discussions l'été dernier au sein du Conseil des gouverneurs, se sont concrétisés avant même le début de la guerre. Ces risques comprennent des déséquilibres plus persistants de l'offre et de la demande, et le fait que la courbe des prix des contrats à terme sur laquelle se fondent les hypothèses relatives au prix de l'énergie pourrait ne pas être un bon outil de prédiction des tensions futures sur les prix de l'énergie.

D'autres membres ont toutefois avancé qu'un ajustement trop agressif de l'orientation de la politique monétaire pourrait s'avérer contreproductif, car cela ferait baisser la croissance alors que l'inflation resterait élevée parce que la politique monétaire n'est pas en mesure de traiter les causes immédiates de cette forte inflation. La séquence de mesures décidée par le Conseil des gouverneurs lors de réunions précédentes afin de normaliser l'orientation de la politique monétaire a été rappelée. Ces mesures comprennent la réduction des achats nets d'actifs ; le retrait progressif du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), des opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (PELTRO) et du taux d'intérêt spécial appliqué aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ; ainsi que la communication de la date de fin attendue de l'APP au cours du troisième trimestre 2022. Il a été souligné que la normalisation en cours peut s'observer dans l'évolution des taux d'intérêt de marché et qu'on peut s'attendre à ce qu'elle pèse sur l'économie au cours des trimestres à venir. Cependant, il a également été noté que les taux réels demeurent exceptionnellement bas et que le ralentissement de la demande agrégée résultant de la hausse des taux nominaux serait insuffisant pour ramener l'inflation à 2 % à moyen terme sans nouvel ajustement de l'orientation de la politique monétaire.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Décisions de politique monétaire et communication

Globalement, les membres du Conseil ont largement considéré que la normalisation progressive de l'orientation de la politique monétaire, que le Conseil des gouverneurs a initiée lors de sa réunion de décembre, doit être poursuivie et qu'il convient de l'adapter en fonction des perspectives d'inflation à moyen terme, qui ont changé depuis. Compte tenu de l'évaluation actuelle par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation à moyen terme et de l'orientation fortement accommodante de la politique monétaire, un large consensus s'est dégagé sur le fait que le Conseil des gouverneurs devrait faire savoir qu'il estime que les informations reçues depuis la dernière réunion ont renforcé l'anticipation selon laquelle les achats nets d'actifs au titre de l'APP devraient prendre fin au troisième trimestre. Les membres du Conseil partagent largement le point de vue selon lequel les achats nets d'actifs doivent cesser le plus tôt possible au troisième trimestre.

Pour l'avenir, les membres ont exprimé des nuances au sujet du rythme approprié de normalisation progressive.

D'une part, certains membres ont estimé qu'au vu du chiffre de l'inflation plus élevé qu'anticipé en mars et des anticipations d'inflation qui passent au-dessus de la cible de 2 %, il est nécessaire de procéder sans tarder à un ajustement de l'orientation de la politique monétaire vers une position neutre ainsi qu'à une modification du narratif du Conseil des gouverneurs sur l'inflation, conformément à l'approche déclarée de sa politique monétaire fondée sur les données. Cela implique qu'il doit être mis fin aux achats nets d'actifs dès que possible, ouvrant la possibilité d'un premier relèvement des taux d'intérêt peu de temps après. Il a été noté que si les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation se confirmaient dans les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème, le Conseil des gouverneurs serait confronté à la question de savoir s'il serait encore proportionné de poursuivre les achats nets au-delà de juin.

Le risque a également été mentionné que, si le Conseil des gouverneurs ne signale pas un processus plus rapide de normalisation de la politique monétaire, les anticipations d'inflation continueront d'augmenter davantage à partir d'un niveau déjà au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné que l'évaluation des perspectives a considérablement évolué depuis mars et que, si ces changements se confirmaient en juin, il serait nécessaire de prendre des mesures concrètes pour accélérer le rythme de normalisation de la politique monétaire afin de veiller à ce que l'inflation se stabilise à 2 % à moyen terme. Il a été considéré que cette trajectoire préservait l'optionalité tout en restant dans la limite des orientations fournies par le Conseil des gouverneurs quant à sa stratégie et en évitant ainsi une hausse de l'incertitude perçue sur la politique monétaire. Cela contribuerait également à démontrer que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster ses outils le cas échéant, renforçant ainsi sa crédibilité à remplir son mandat.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans ce contexte, il a également été rappelé qu'agir trop tard pourrait entraîner la matérialisation d'effets de second tour et pourrait être très coûteux pour l'économie, la stabilité financière et la crédibilité si le Conseil des gouverneurs était contraint de durcir sa politique monétaire plus agressivement à un stade ultérieur afin de réancrer les anticipations d'inflation. Il a été avancé que, si cela prend généralement un certain temps pour que la hausse des anticipations d'inflation se reflète dans la fixation des salaires, le processus inverse est également long ; si la hausse des anticipations d'inflation s'ancrait dans les accords salariaux, il serait plus difficile de faire baisser l'inflation. Dans ce contexte, il a été fait référence à l'expérience des années 1970, qui a démontré à quel point un engagement en faveur de la stabilité des prix est essentiel pour que la politique monétaire soit en mesure de limiter les effets inflationnistes des chocs d'offre défavorables.

D'autres membres, en revanche, ont soutenu que le processus de normalisation progressif tel qu'il ressort des anticipations des marchés financiers est cohérent avec un ancrage des anticipations d'inflation à long terme à 2 % et ne nécessite pas de réévaluation de la trajectoire de politique monétaire. Cela n'irait pas dans le sens d'une accélération du calendrier des mesures restrictives, notamment s'agissant de la fin des achats nets d'actifs. Au vu de la stabilité des perspectives d'inflation à long terme, qui sont intégrées dans les indicateurs extraits des instruments de marché et dans les projections de référence de mars établies par les services de la BCE, un changement de l'orientation de la politique monétaire passant d'une normalisation progressive à un resserrement plus agressif et accéléré ne semble pas justifié. Compte tenu de la forte incertitude entourant les perspectives de stabilité des prix à moyen terme, il semble souhaitable de faire preuve d'une grande prudence dans la mise en œuvre de nouvelles mesures. Il a aussi été noté qu'une attitude trop proactive concernant la normalisation de l'orientation pourrait s'avérer coûteuse si elle donnait lieu à des perturbations sur les marchés financiers ou si les mesures devaient être annulées par la suite.

Une normalisation progressive a également été jugée cohérente avec le faible niveau estimé du taux d'intérêt naturel dans la zone euro, ce qui implique que même des mesures relativement limitées pourraient être suffisantes pour que l'orientation actuellement accommodante de la politique monétaire devienne une orientation restrictive. Des estimations fondées sur des modèles suggèrent que le taux d'intérêt réel naturel est encore négatif, même s'il faut reconnaître que l'incertitude concernant les valeurs estimées est élevée. En outre, il existe un écart entre les estimations relatives aux taux d'intérêt réels naturels aux États-Unis et dans la zone euro, ce qui pourrait en partie s'expliquer par des différences en termes de productivité, d'offre de main-d'œuvre et de démographie ainsi que par le niveau d'excédent de liquidité. Malgré le faible niveau du taux naturel, il a été rappelé que la trajectoire attendue des taux d'intérêt directs nominaux de la BCE ne s'approchera d'un niveau neutre qu'à un stade très tardif du processus de normalisation de la politique monétaire.

Dans l'ensemble, un consensus s'est dégagé sur le fait que, au vu de l'incertitude accrue résultant des effets encore en cours de la pandémie et de la guerre en Ukraine, l'optionnalité, la progressivité et

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

la flexibilité demeurent des caractéristiques importantes de la conduite de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs. En particulier, il a été jugé souhaitable de maintenir l'optionnalité et de différer toute décision concernant le moment précis où l'on mettra fin aux achats nets d'actifs jusqu'à la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, ce qui lui permettra de bénéficier de données supplémentaires et des nouvelles projections établies par les services de l'Eurosystème. L'incertitude étant exceptionnellement élevée, différents scénarios relatifs aux évolutions futures en matière d'inflation pourraient être envisagés. Il a également été souligné que la proposition de M. Lane a laissé toutes les options ouvertes en ce qui concerne les décisions qui seront prises lors de la réunion de juin. En particulier, la proposition a été jugée cohérente avec la possibilité de décider de mettre fin aux achats nets d'actifs dès la fin du deuxième trimestre ou au début du troisième trimestre.

Dans l'ensemble, les membres sont convenus que la proposition de politique monétaire formulée par M. Lane dans son introduction est cohérente avec le fait de conserver toute l'optionnalité, au vu de la forte incertitude actuelle, et permet au Conseil des gouverneurs de réévaluer les perspectives d'inflation sur la base des informations disponibles lors de sa réunion de juin. Cette approche implique, d'une part, que le Conseil des gouverneurs reste sur sa trajectoire d'une normalisation progressive de la politique monétaire, conformément à sa *forward guidance* selon laquelle les taux directeurs seront relevés quelque temps après la fin des achats nets d'actifs. D'autre part, sachant que l'expression « quelque temps » a été définie, lors de la conférence de presse de mars, comme une période pouvant aller d'une semaine à plusieurs mois, cette approche n'empêche pas un relèvement assez rapide si les conditions l'exigent.

En ce qui concerne la *forward guidance* sur les taux d'intérêt, il a été mentionné que les critères pour des relèvements des taux d'intérêt étaient déjà clairement remplis. Dans ce contexte, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs doit accorder la même attention aux anticipations d'inflation à long terme lorsqu'elles se déplacent au-dessus de la cible que lorsqu'elles avaient diminué au-dessous de la cible par le passé, conformément à l'engagement du Conseil des gouverneurs en faveur de la « symétrie ». Faute de quoi, il y a un risque de « prendre du retard ».

Dans l'ensemble, toutefois, il a été jugé que les conditions de la *forward guidance* pour un ajustement à la hausse des taux d'intérêt directeurs de la BCE deviendront cruciales pour les discussions de politique monétaire lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin. Elles correspondent aux deux critères applicables à la trajectoire prévue de l'inflation ainsi qu'à la troisième condition, c'est-à-dire que les progrès en matière d'inflation sous-jacente soient suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme.

Bien que les écarts entre les rendements des obligations souveraines et les taux sans risque soient demeurés globalement stables depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, il a été jugé important de remédier, le cas échéant, à une éventuelle réapparition de la fragmentation dans les conditions financières de la zone euro afin de garantir la transmission continue de la politique

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

monétaire dans l'ensemble de la zone euro. Il a été fait référence au « principe de séparation », c'est-à-dire l'idée que l'orientation appropriée de politique monétaire pouvait être établie indépendamment du déploiement d'instruments conçus pour éviter une perturbation soudaine des marchés financiers susceptibles de résulter d'un durcissement de l'orientation. Il a été avancé que la flexibilité doit rester une caractéristique permanente de la boîte à outils du Conseil des gouverneurs, et que l'ensemble des instruments de la BCE peuvent être ajustés dans le cadre de son mandat, et de façon flexible si besoin, pour garantir que l'inflation se stabilise au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. En outre, il a été rappelé que le réinvestissement des actifs achetés dans le cadre du PEPP peut servir, le cas échéant, à remédier à d'éventuels épisodes de tensions sur les marchés financiers en lien avec la pandémie.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que l'orientation de politique monétaire fournie en mars doit être confirmée et qu'il convient de mettre l'accent sur la cohérence des actions futures avec cette orientation, tout en affirmant que le Conseil des gouverneurs continuera d'agir selon les principes établis de flexibilité, d'optionnalité et de progressivité.

Bien que la communication doive reconnaître la hausse de l'inflation et ses effets défavorables sur le coût de la vie pour les ménages, ainsi que sur leur patrimoine réel et leur revenu réel, il a été signalé que le Conseil des gouverneurs doit veiller à ne pas donner l'impression que la politique monétaire est en mesure d'apporter une réponse à la forte hausse des prix de l'énergie, qui explique une part significative des chiffres de l'inflation actuels. En revanche, la communication de la BCE doit souligner la nécessité que la politique monétaire apporte une réponse à la persistance de l'inflation qui pourrait résulter d'effets de second tour, et doit éviter de donner une impression d'inaction en présence de chiffres de l'inflation élevés. Enfin, le Conseil des gouverneurs doit mettre l'accent sur sa volonté de prendre toute mesure nécessaire afin de remplir le mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE et de ramener l'inflation à 2 % à moyen terme.

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 la BCE 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 14 avril 2022](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 13-14 avril 2022

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- 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. Stournaras
- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau
- M. Visco*
- M. Wunsch

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

Autres participants

- 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

Personnes accompagnantes

- M. Bitans
- Mme Buch
- M. Cassidy
- M. Demarco
- Mme Donnery
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- Mme Goulard
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Kuodis
- M. Lünemann
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Ódor
- M. Rosalino
- M. Sleijpen
- M. Tavlás
- M. Välimäki
- M. Vanackere

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Autres membres du personnel de la BCE

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

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