



Réunion des 1^{er} et 2 février 2023

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 1^{er} et le jeudi 2 février 2023

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a noté que la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 décembre avait eu une incidence notable sur les marchés financiers de la zone euro, avec une hausse bienvenue des taux d'intérêt réels à des niveaux plus cohérents avec un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible de 2 %.

Toutefois, même si le « taux terminal » intégré dans la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) dans la zone euro a augmenté dans un premier temps, un fort recul de l'inflation attendue, sous l'effet de la baisse des prix du gaz et de surprises à la baisse en matière d'inflation, a contribué par la suite à une révision à la baisse des anticipations de taux par les intervenants de marché.

Les anticipations d'une désinflation rapide ont également conduit les marchés à intégrer des baisses de taux significatives dès 2024, ce qui laisse penser qu'ils jugent relativement courte la période de politique monétaire restrictive nécessaire pour maîtriser l'inflation élevée.

Ces évolutions, ainsi que de nouveaux signes d'une meilleure résistance de l'économie de la zone euro et la réouverture de l'économie chinoise, ont amélioré le sentiment à l'égard du risque.

Les primes de risque ont nettement diminué sur l'ensemble des compartiments du marché, comprimant les écarts de rendement des obligations et dopant les prix des actions, tandis que l'euro s'est de nouveau apprécié de façon générale, en lien avec l'amélioration du sentiment à l'égard de la zone euro. Toutefois, la compression des primes de risque repose sur la ferme conviction des marchés que la dynamique de l'inflation suit une trajectoire baissière marquée et durable vers 2 %. Une persistance plus marquée des tensions sous-jacentes sur les prix pourrait entraîner une réévaluation des perspectives relatives à la politique monétaire et une correction des prix des actifs,

comme suggéré par la vive réaction des marchés, durant la semaine, à des publications de chiffres d'inflation plus élevés que prévu.

En documentant les variations significatives des taux d'intérêt réels intervenues depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, il a été remarqué que la courbe à terme des taux OIS réels de la zone euro s'est déplacée vers le haut, le taux OIS réel à deux ans devenant positif pour la première fois depuis la crise financière mondiale de 2008-2009. Le déplacement vers le haut a reflété l'impact de la communication de décembre de la BCE, ainsi qu'une baisse de l'inflation attendue qui a été plus prononcée à court terme. Même si la hausse des taux d'intérêt réels ne signifie pas nécessairement que les taux sont à présent restrictifs, en particulier si l'on considère l'incertitude relative au niveau du taux neutre, elle pourrait, si elle persiste, marquer la fin d'une longue période de taux d'intérêt réels négatifs.

L'analyse fondée sur des modèles suggère que la baisse des perspectives d'inflation extraites des instruments de marché a deux origines importantes. Premièrement, après une longue phase de surprises à la hausse concernant l'inflation, certains imprévus à la baisse par rapport aux anticipations relatives à l'inflation totale dans la zone euro ont été observés depuis novembre. Deuxièmement, les prix du gaz ont enregistré une baisse significative qui exerce, à l'heure actuelle, un impact beaucoup plus important que par le passé sur les taux des *swaps* indexés sur l'inflation, tant sur la partie courte que sur la partie longue de la courbe. Cette sensibilité accrue aux variations des prix du gaz peut avoir contribué à une déconnexion croissante entre la trajectoire de l'inflation extraite des instruments de marché et celle prévue par les prévisionnistes professionnels. Deux facteurs suscitent des doutes quant à l'opinion favorable des marchés sur l'inflation. Premièrement, les signes croissants montrant qu'une récession technique dans la zone euro est devenue moins probable. Et deuxièmement, la réouverture de l'économie chinoise.

Dans la mesure où les marchés ont apparemment revu à la baisse ces risques entourant les perspectives d'inflation, ils se sont également interrogés sur la question de savoir si la BCE maintiendrait les taux d'intérêt en territoire restrictif durant une période prolongée. Si la trajectoire d'évolution des taux d'intérêt à court terme extraite des instruments de marché prévoit un nouveau resserrement à court terme, en ligne avec la communication de décembre de la BCE, elle envisage également une inversion à compter de 2024. Le taux terminal attendu dans la zone euro s'est tout d'abord sensiblement déplacé vers le haut en réaction à la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Toutefois, il s'est progressivement replié sous l'effet de la réévaluation des perspectives d'inflation par les investisseurs. De plus, les marchés s'attendent actuellement à un nombre significatif de réductions des taux en 2024. En d'autres termes, dans la mesure où les investisseurs prévoient un retour rapide et durable de l'inflation à 2 %, ils s'attendent à ce que les taux directeurs restent à un niveau restrictif pour une courte période seulement.

Désormais, les investisseurs ont également davantage de certitude s'agissant de la trajectoire révisée attendue pour les taux d'intérêt. La volatilité implicite sur un horizon inférieur ou égal à un an est à présent à son plus bas niveau depuis le printemps 2022, même si elle reste élevée d'un point de vue historique. La diminution de la volatilité des taux d'intérêt masque toutefois des différences importantes s'agissant des déterminants de l'incertitude, l'analyse fondée sur des modèles suggérant que l'incertitude relative à la « fonction de réaction » de la BCE s'est accrue, tandis que celle relative à l'inflation s'est réduite.

Ces évolutions ne se cantonnent pas à la zone euro. Au niveau mondial, les investisseurs s'attendent à ce que les principales banques centrales abaissent leurs taux directeurs cette année ou l'année prochaine, car l'inflation totale devrait s'atténuer rapidement à partir de niveaux au comptant élevés. En réponse aux premiers signes d'un retournement de l'inflation totale, les investisseurs indiquent qu'ils pensent que des réductions des taux seront bientôt nécessaires. Et ce malgré les avertissements des responsables des banques centrales du monde entier, selon lesquels les taux d'intérêt resteront probablement plus élevés plus longtemps que prévu par les marchés, dans la mesure où l'inflation sous-jacente (*core*) – mesurée en excluant l'énergie et les produits alimentaires de l'indice global – demeure élevée. Dans l'ensemble, les marchés ont donc estimé que l'économie mondiale, y compris la zone euro, se trouvait à un point d'inflexion, avec une croissance plus forte et une inflation plus faible que prévu précédemment. Un tel positionnement fait peser un risque considérable de correction sur la valorisation des marchés si l'inflation devait s'avérer plus persistante.

Cela est également visible lorsque l'on examine l'impact significatif de la réévaluation mondiale des perspectives d'inflation et de taux d'intérêt sur les marchés financiers au sens plus large. Sur les marchés des valeurs à revenu fixe, on a observé une compression généralisée des primes de risque. Sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro, les écarts de rendement ont diminué dans l'ensemble des juridictions, malgré l'annonce faite en décembre par la BCE que le portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) commencerait à diminuer à partir de mars 2023 et les anticipations d'un retrait plus rapide à partir du troisième trimestre. Sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro, les écarts de rendement des obligations des sociétés non financières ont été inférieurs de 25 % environ aux niveaux de fin octobre. Le rebond des marchés financiers, favorisé par le narratif actuel sur la désinflation, a été particulièrement prononcé sur les marchés boursiers, les actions de la zone euro, en particulier, enregistrant des gains significatifs.

L'atténuation des risques de récession, dans un contexte de baisse des prix du gaz, a également été un déterminant essentiel de l'appréciation continue de l'euro depuis la réunion des 14 et 15 décembre. Cette appréciation a été généralisée vis-à-vis de la plupart des principales devises, à l'exception notable du yen japonais.

Dans cet environnement caractérisé par un sentiment plus positif à l'égard du risque, le fonctionnement des marchés s'est également nettement amélioré, comme le reflètent la diminution de

la volatilité et l'amélioration des conditions de la liquidité sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro. Cette évolution a apporté une contribution positive supplémentaire à la capacité d'absorption des risques des investisseurs. Dans le même temps, l'augmentation des émissions du secteur public a contribué à réduire la pénurie de collatéral. Les taux allemands des pensions sur le compartiment du spécifique (*non-general collateral*) se sont de nouveau rapprochés du taux à court terme de l'euro (€STR), réduisant la prime de collatéral.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a indiqué que l'économie mondiale s'était encore ralentie au quatrième trimestre 2022, l'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans le secteur manufacturier et les services revenant sous le seuil de 50 fin 2022. En phase avec la faiblesse de l'activité, le commerce international s'est également ralenti au dernier trimestre 2022. En dépit du ralentissement, les projections relatives à la croissance mondiale se sont améliorées pour 2023, en partie en raison de l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie en Chine. L'euro a continué de s'apprécier depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 décembre. En termes pondérés des échanges commerciaux, le taux de change a retrouvé le niveau observé début 2022.

Le ralentissement de la demande mondiale, conjugué à un hiver exceptionnellement clément et à l'efficacité des mesures d'économie de gaz, a entraîné une forte baisse des prix de l'énergie. Les prix du gaz européen ont baissé de 50 % environ depuis la réunion de politique monétaire de décembre. D'après la courbe des contrats à terme, ils devraient rester proches des niveaux actuels, atténuant ainsi les inquiétudes relatives aux niveaux des stocks pour l'hiver prochain. Les prix du pétrole ont augmenté depuis la réunion de décembre, mais restent nettement inférieurs aux niveaux observés mi-2022. La forte baisse des prix de l'énergie et l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre pourraient être interprétées comme une inversion partielle de l'important choc d'offre négatif observé depuis 2021.

L'économie de la zone euro s'est encore ralentie au quatrième trimestre 2022, mais elle s'est montrée plus résistante que prévu en décembre. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production a dépassé le seuil de 50 en janvier 2023, après avoir baissé nettement au-dessous de ce seuil indicatif d'une contraction à l'automne dernier. Toutefois, à la différence des services, la production manufacturière est restée inférieure au seuil. L'industrie manufacturière a de nouveau été le principal frein à la production globale, malgré la poursuite de l'atténuation des goulets d'étranglement du côté de l'offre, qui a particulièrement bénéficié à la production et aux ventes de

voitures. La forte demande dans les secteurs des activités de loisirs, du tourisme et de l'hébergement a amorti le ralentissement de l'activité dans les services.

La dernière campagne de l'enquête de la Commission auprès des ménages suggère que les ménages de la zone euro ont revu fortement à la baisse leurs anticipations à 12 mois relatives aux prix à la consommation et révisé à la hausse celles concernant la situation économique. Le jugement moins pessimiste porté sur la situation économique soutient également l'amélioration de leurs anticipations relatives à la situation financière et contribuera à la consommation privée dans la période à venir. Ces résultats d'enquête confortent l'interprétation d'une inversion du choc d'offre négatif.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises se sont clairement modérés, en partie en raison du durcissement des conditions de financement. L'enquête de la Commission auprès des entreprises a montré que les contraintes d'offre, plutôt que les contraintes de demande, ont été jusqu'à présent le principal facteur limitant la production. En particulier, les pénuries de matériaux et d'équipements pèsent sur la production dans le secteur des biens d'équipement. Même si la production dans ce secteur a été soutenue par l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et par la résorption des arriérés de commandes par les entreprises, en particulier dans l'industrie automobile, les nouvelles commandes sont demeurées atones. S'agissant du secteur de la construction, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production et les nouvelles commandes s'est inscrit sur une tendance baissière depuis début 2022.

Toutefois, M. Lane table toujours sur une reprise de l'économie au cours de l'année, du fait de la solidité du marché du travail, des hausses des salaires et des mesures de soutien budgétaire, ainsi que de la dissipation des facteurs défavorables actuels. Si les évolutions favorables du côté de l'offre persistent, elles devraient apporter un nouveau soutien à la reprise de l'activité.

Le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie s'est traduit par une amélioration des termes de l'échange. Un ralentissement significatif de la hausse des prix à l'importation a été suivie d'un recul moins prononcé de la hausse des prix à l'exportation. Cette asymétrie dans l'ajustement des prix a entraîné une amélioration significative du compte des transactions courantes de la zone euro fin 2022.

Le marché du travail continue de faire preuve de résilience. Le taux de chômage s'est stabilisé à 6,6 % en décembre, un niveau nettement inférieur à celui d'avant la COVID. L'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif à l'emploi, qui avait diminué par rapport à son niveau très élevé de mi-2021, demeure fermement positif. Cela suggère que les entreprises continuent d'accroître leur main-d'œuvre. En ce qui concerne les emplois vacants, les dernières données d'Indeed (tirées des portails en ligne dédiés à l'appariement des offres d'emploi dans les cinq principaux pays de la zone euro et en Irlande) font apparaître une légère baisse, mais le niveau reste très élevé.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Par rapport aux anticipations de décembre, les risques pesant sur les perspectives de croissance sont devenus plus équilibrés. La guerre menée par la Russie contre l'Ukraine demeure un important risque à la baisse pour l'économie et pourrait de nouveau entraîner une hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu actuellement pourrait également constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro. De plus, la reprise pourrait se heurter à des obstacles si la pandémie venait à s'intensifier de nouveau et à provoquer de nouvelles perturbations de l'approvisionnement. Toutefois, le choc défavorable sur l'énergie pourrait se dissiper plus rapidement que prévu et, même si la sécurité des approvisionnements européens en gaz reste vulnérable aux risques pesant sur l'offre au niveau mondial, des stocks de gaz plus élevés qu'à la normale ont réduit les risques pesant sur l'offre pour l'hiver prochain. En outre, les entreprises de la zone euro pourraient s'adapter plus rapidement à l'environnement international difficile, ce qui favoriserait une croissance plus forte qu'attendu actuellement.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH s'est fortement ralentie, revenant de 10,6 % en octobre à 9,2 % en décembre, puis à 8,5 % en janvier. Ces chiffres plus bas reflètent en grande partie le ralentissement significatif de la hausse des prix de l'énergie. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée, atteignant 14,1 % (après 13,8 % en décembre). Comme en décembre, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est établie à 5,2 % en janvier. Toutefois, des variations ont été observées entre sous-catégories, le taux d'inflation pour les biens industriels non énergétiques atteignant 6,9 % (après 6,4 %) et celui pour les services revenant à 4,2 % (après 4,4 %). Mesuré en termes de « dynamique », définie comme le glissement sur trois mois annualisé, le ralentissement de la dynamique de l'inflation entre décembre et janvier a été nettement plus marqué que ne le suggèrent les taux de variation annuels de ces composantes.

L'incertitude entourant l'estimation rapide d'Eurostat relative à l'IPCH pour janvier a été plus forte qu'habituellement, car elle incluait une estimation du chiffre pour l'Allemagne. En janvier, la nouvelle estimation (annuelle) des pondérations de l'IPCH a révélé des évolutions reflétant les variations des dépenses par rapport à l'année précédente. S'agissant des différents postes, l'une des modifications les plus importantes a été l'augmentation du poids des services, les ménages ayant retrouvé un profil de consommation plus normal.

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées à des niveaux élevés. Toutefois, les indicateurs incluant une composante énergie ont enregistré un retournement. De plus, la dynamique récente de l'inflation sous-jacente (*core*) a montré une stabilisation de l'évolution.

S'agissant des déterminants des prix des biens, les rubriques sensibles aux évolutions des prix de l'énergie ont continué d'apporter une contribution importante jusqu'en décembre 2022. À l'avenir,

la contribution de ces rubriques pourrait diminuer. Toutefois, une incertitude existe quant au fait de savoir si le rythme de la réduction sera symétrique à celui de la hausse. La contribution des rubriques non sensibles aux évolutions des prix de l'énergie a cependant augmenté.

Afin de concilier la contribution toujours croissante des rubriques sensibles à l'énergie avec la baisse des coûts de l'énergie, il est utile d'examiner les tensions en amont. Ces tensions se sont atténuées pour la hausse des prix des produits alimentaires, en particulier s'agissant des prix internationaux des matières premières alimentaires et des prix agricoles à la production au niveau européen. Mais l'indice des prix à la production pour les produits alimentaires transformés continue d'augmenter, en raison de la longueur des délais de transmission. De même, en ce qui concerne la hausse des prix des produits alimentaires, une baisse significative des tensions en amont a déjà été constatée pour les biens intermédiaires, mais l'indice des prix à la production pour les biens de consommation non alimentaires continue d'augmenter. Toutefois, la diminution rapide observée pour les tensions en amont de la chaîne de production devrait entraîner une baisse des prix de détail, comme cela a été le cas aux États-Unis.

M. Lane a signalé que dans la dernière campagne de l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*), ces dernières ont déclaré que les tensions sur les coûts des consommations intermédiaires se sont atténuées, reflétant les baisses des coûts de l'énergie et d'autres intrants, et qu'elles s'attendaient à ce que les coûts des consommations intermédiaires continuent de diminuer.

S'agissant des tensions inflationnistes provenant du secteur de l'immobilier résidentiel, la hausse des loyers s'est accélérée très progressivement dans la zone euro en 2022. Les dépenses liées au logement ont fortement augmenté en 2022, mais le rythme a commencé à décélérer à la fin de l'année. En outre, la hausse des coûts des logements occupés par leur propriétaire a commencé à se ralentir au troisième trimestre 2022, reflétant la composante acquisition. La hausse des prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro s'est fortement ralentie au troisième trimestre 2022, revenant à 6,8 % après 9,2 % au deuxième trimestre.

Les mesures de la croissance des salaires se sont renforcées, la compensation de la forte inflation passée devenant le sujet principal des négociations salariales, mais jusqu'à présent, les évolutions des salaires ont été globalement conformes aux projections macroéconomiques de décembre 2022 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro. L'outil de suivi des salaires de la BCE, dont la représentativité s'est enrichie avec l'inclusion des données concernant la France, indique que les nouveaux contrats signés en 2022 et prenant effet en 2023 sont à l'origine d'une hausse actuelle des salaires de 5 % environ. De même, selon les anticipations salariales ressortant de l'enquête téléphonique de janvier auprès des entreprises, ces dernières anticipent une croissance moyenne des

salaires de 5 % environ pour 2023, ce qui est comparable au taux qui était attendu dans l'enquête d'octobre. L'outil de suivi des salaires d'Indeed a présenté quelques signes d'un retournement de tendance au cours des deux derniers mois de 2022.

Les anticipations d'inflation à long terme se sont établies à 2 % environ. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement diminué, avec une correction plus prononcée pour 2023 et 2024. À l'inverse, les projections d'inflation pour 2023 et 2024 tirées de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels ont augmenté. Cependant, les anticipations à long terme ont été légèrement révisées à la baisse, à 2,1 %, alors que celles ressortant de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires sont restées inchangées à 2 %. Enfin, l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs pour décembre 2022 a fait état d'une stabilisation de la médiane des perceptions d'inflation et des anticipations d'inflation à un an, mais a continué d'indiquer un maintien des anticipations d'inflation à trois ans à environ 3 %.

Dans l'ensemble, les évolutions favorables du côté de l'offre, si elles persistent, devraient contribuer à freiner l'inflation, notamment via les effets d'une baisse des prix de l'énergie sur les structures de coûts des secteurs à forte intensité énergétique dans les catégories de biens et de services et sur l'écart avec les salaires réels. Dans le même temps, l'amélioration des termes de l'échange a constitué un choc positif sur le revenu et la richesse, qui soutiendra également la demande.

Les perspectives d'inflation sont demeurées très incertaines même si, comparés aux anticipations du Conseil des gouverneurs en décembre, les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont devenus plus équilibrés, en particulier à court terme. Du côté des évolutions à la hausse, les tensions existantes en amont pourraient toujours entraîner une augmentation des prix de détail à court terme. Par ailleurs, un rebond de l'activité plus fort qu'attendu en Chine pourrait stimuler de nouveau les prix des matières premières et la demande extérieure. Des facteurs intérieurs tels que des anticipations d'inflation durablement supérieures à la cible de la BCE ou des augmentations de salaire plus fortes qu'anticipé pourraient alimenter une accélération de l'inflation, également à moyen terme. Du côté des évolutions à la baisse, le recul récent des prix de l'énergie, s'il persiste, pourrait contribuer à un ralentissement de l'inflation plus rapide qu'attendu. Ces pressions à la baisse sur la composante énergie pourraient ensuite également entraîner une dynamique plus faible de l'inflation sous-jacente. Une diminution supplémentaire de la demande pourrait aussi exercer une pression moindre sur les prix qu'attendu actuellement, en particulier à moyen terme. L'impact net de la réouverture de l'économie chinoise sur la dynamique de l'inflation de la zone euro au cours des mois à venir est incertain. Même si un fort rebond de la production en Chine permettrait d'atténuer encore davantage les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et d'accroître la concurrence sur le marché mondial des biens, constituant ainsi une impulsion désinflationniste pour l'économie mondiale, une reprise de la

demande chinoise pourrait également alimenter les tensions inflationnistes, en particulier via l'augmentation de la demande de matières premières.

En ce qui concerne les évolutions financières et monétaires, les coûts de financement des banques ont continué de refléter la transmission de la politique monétaire. Les rendements des obligations bancaires de la zone euro ont continué d'augmenter légèrement depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, reflétant les évolutions des taux d'intérêt directeurs de la BCE et des taux de marché. Les taux appliqués aux dépôts ont également continué de croître, augmentant plus fortement pour les entreprises que pour les ménages depuis mai 2022.

L'écart de rendement entre les dépôts d'épargne inclus dans M3 et les dépôts à vue a continué de se creuser, globalement en ligne avec les périodes précédentes de relèvement des taux. Au fil du temps, cela entraînera probablement un ajustement à la baisse considérable de la part actuellement toujours élevée de la détention de dépôts à vue, car il existe actuellement une incitation à réduire au minimum les dépôts détenus sur les comptes courants. De plus, à mesure du remboursement des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) de la BCE, les banques ont besoin de disposer de dépôts à plus long terme pour respecter plusieurs ratios réglementaires. Dès lors, on s'attend à ce que cette réorientation de portefeuille se poursuive.

Le relèvement des taux directeurs a continué de se répercuter sur les entreprises. Le coût du financement par endettement s'est sensiblement accru depuis septembre 2022 et la forte hausse des taux des prêts bancaires a entraîné un resserrement considérable de l'écart entre le coût du financement par endettement de marché et le coût de l'endettement bancaire à fin 2022, par rapport à son niveau en septembre.

Le rythme actuel de resserrement de la politique monétaire est plus rapide que lors des cycles de relèvement de taux précédents, reflétant la fréquence et l'ampleur plus importantes des relèvements des taux directeurs. Toutefois, comme cela constitue une inversion de l'assouplissement monétaire précédent et une normalisation nécessaire pour remédier à l'inflation élevée, cela n'a pas été perçu par les banques ou leurs clients comme une mesure sévère.

La transmission de la politique monétaire s'est également traduite par des évolutions des conditions d'octroi des prêts, comme l'ont déclaré les banques lors de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire. Les banques ont continué de faire état d'un durcissement net substantiel de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et les prêts aux logements consentis aux ménages au quatrième trimestre 2022. M. Lane a noté que, l'enquête visant à évaluer les évolutions des critères d'octroi des prêts et non leur niveau, il est légitime de se demander si les banques ont durci ou

simplement inversé leurs critères d'octroi très accommodants. Néanmoins, le durcissement se poursuivant, à un moment ou à un autre, la tendance devrait aller au-delà de la normalisation.

La demande de prêts bancaires des sociétés non financières a également diminué au dernier trimestre de 2022. Cette évolution résulte principalement de la hausse des taux d'intérêt, en ligne avec la hausse des taux des prêts bancaires consentis aux entreprises. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire a montré que la diminution de la demande de prêts provenait, en particulier, des secteurs de l'immobilier commercial, de l'immobilier résidentiel et de la construction, qui sont les plus sensibles aux taux d'intérêt. En outre, la demande de prêts a été freinée par la baisse des besoins de financement au titre de l'investissement fixe et par une modération des besoins de financement du fonds de roulement des entreprises. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire a indiqué une forte baisse de la demande de prêts au logement, pour la première fois dans l'histoire de l'enquête. Cette diminution s'explique principalement par la hausse des taux d'intérêt, la détérioration des perspectives relatives aux marchés de l'immobilier résidentiel et le bas niveau de confiance des consommateurs.

Les flux de financement par endettement pour les entreprises ont diminué en novembre et en décembre, en raison de remboursements nets d'emprunts bancaires. Il y a donc eu des éléments indiquant un certain désendettement des entreprises fin 2022. La dynamique d'emprunt des ménages s'est également affaiblie, principalement sous l'effet des évolutions des prêts au logement. Cette tendance au ralentissement des prêts hypothécaires reflète le durcissement des critères d'octroi, la hausse des taux débiteurs et la baisse de la demande de prêts.

Enfin, s'agissant des évolutions monétaires, M. Lane a signalé que le fléchissement de l'octroi de crédits s'est reflété dans un recul de la croissance monétaire. Le ralentissement de la croissance de la monnaie au sens large (M3) a essentiellement résulté de sorties au titre de l'agrégat monétaire étroit (M1), dont la croissance a sensiblement diminué. La faible rémunération persistante des dépôts à vue signifie que les coûts d'opportunité de la détention d'instruments de M1 ont fortement augmenté. Les flux de dépôt ont continué de refléter les réorientations vers les dépôts à terme et vers des instruments de M3 offrant une rémunération étroitement liée aux taux de marché.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Dans ce contexte, M. Lane a proposé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et d'indiquer que le Conseil des gouverneurs prévoit de continuer à les relever. Le Conseil des gouverneurs devrait continuer d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier et de les maintenir à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme. En conséquence, compte tenu des tensions

inflationnistes sous-jacentes, M. Lane propose de communiquer l'intention du Conseil des gouverneurs de relever de nouveau les taux d'intérêt de 50 points de base lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en mars, et d'évaluer alors la trajectoire future de la politique monétaire. Évoquer un relèvement de 50 points de base pour la réunion de mars, c'est reconnaître que, dans un très large éventail de scénarios, le Conseil des gouverneurs estime qu'un nouveau relèvement de cette ampleur demeure nécessaire pour porter les taux d'intérêt directeurs de la BCE à des niveaux permettant d'assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible. Cela étant, au-delà du court terme, la réunion de politique monétaire de mars constituera un point de repère pour évaluer la trajectoire future de la politique monétaire, notamment sur la base d'un nouvel ensemble de projections macroéconomiques qui seront alors disponibles. Le Conseil des gouverneurs garantira ainsi que ses futures décisions relatives aux taux directeurs resteront dépendantes des données et continueront d'être prises réunion par réunion.

En ce qui concerne les paramètres régissant la réduction à un rythme mesuré et prévisible du portefeuille du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) décidée en décembre, il est important que le processus demeure transparent, simple à comprendre et aussi neutre que possible vis-à-vis de la valorisation des catégories de titres détenues dans le portefeuille. À cette fin, M. Lane a proposé que les réinvestissements partiels soient effectués conformément, dans l'ensemble, aux pratiques actuelles. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs soutiendra également la décarbonation progressive des obligations d'entreprises détenues par l'Eurosystème, conformément aux objectifs de l'Accord de Paris.

S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), l'effet de signal fort de la flexibilité intégrée au cadre des réinvestissements associés au PEPP continue de soutenir le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il a par conséquent été proposé, par mesure de prudence, de continuer à permettre la flexibilité dans les réinvestissements associés au PEPP, en tant que première ligne de défense efficace contre les risques de fragmentation encore présents.

Mme Schnabel a ensuite détaillé la proposition relative aux modalités à suivre dans la réduction des avoirs au titre de l'APP, conformément à la décision prise par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de politique monétaire de décembre de réduire de portefeuille de l'APP de 15 milliards d'euros par mois en moyenne, à partir de début mars et jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2023. Lors de la phase de réinvestissement partiel, les montants des réinvestissements devraient être relativement faibles. Toute modification des modalités aura par conséquent un impact très limité sur la composition du portefeuille de l'APP. Ce constat incite à conserver, pendant la période de réinvestissement partiel, des modalités simples, reflétant autant que possible les pratiques appliquées au réinvestissement intégral. Cette approche permettrait également de rester cohérent avec l'orientation d'ensemble de la

politique monétaire et le fonctionnement global du marché, et facilitera la communication publique de l'Eurosystème.

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

Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle l'activité économique mondiale modérée et l'incertitude géopolitique importante, dues principalement à la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population, ont continué de constituer des facteurs défavorables pour la croissance dans la zone euro. L'activité mondiale modérée pèsera sur le commerce mondial et sur la demande extérieure adressée à la zone euro, malgré des améliorations sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. Au cours de leur discussion, les membres du Conseil ont avancé, d'une part, que la réouverture de l'économie chinoise devrait réduire les goulets d'étranglement sur les chaînes d'approvisionnement mondiales et soutenir ainsi l'activité mondiale, ce qui devrait également impliquer un renforcement de la demande extérieure pour la zone euro. D'autre part, la réouverture de son économie accroîtra l'appétence de la Chine pour les matières premières, notamment le gaz naturel, et fera de ce pays un concurrent puissant pour l'Europe en ce qui concerne l'approvisionnement en gaz naturel liquéfié. Cela exercera des tensions à la hausse sur les prix européens du gaz et constituera un facteur défavorable pour la reprise en Europe. Des tensions sur les prix des autres matières premières, telles que les métaux, résultant de l'augmentation de la demande en Chine sont déjà visibles. Il n'est pas encore possible de déterminer laquelle des différentes forces à l'œuvre prévaudra *in fine*, ce qui crée une incertitude considérable quant aux perspectives pour la zone euro.

Les membres du Conseil ont souligné que les prix des matières premières énergétiques ont significativement baissé, revenant dans certains cas aux niveaux observés avant le début de la guerre menée par la Russie en Ukraine. Cela implique que la facture de la zone euro pour les importations de combustibles fossiles se réduira considérablement. Dans le même temps, il a été mentionné qu'un fort scepticisme continue de prévaloir sur les marchés de l'énergie quant à la persistance de la baisse actuelle des prix de l'énergie. Une partie de la baisse des prix semblant résulter des conditions météorologiques clémentes de cet hiver, ce qui ne se répétera pas nécessairement l'hiver prochain. Il a été largement souligné que la zone euro continue d'être confrontée à un degré exceptionnellement élevé d'incertitude globale, due à la fois à des facteurs économiques et géopolitiques.

S'agissant de l'activité économique, malgré un environnement extérieur difficile, les membres du Conseil se sont accordés avec M. Lane sur le fait que la zone euro devrait probablement éviter une récession. Conjugués au niveau d'inflation élevé et au durcissement des conditions de financement, les facteurs mondiaux défavorables freinent les dépenses et la production, en particulier dans le secteur manufacturier. Toutefois, outre l'atténuation des goulets d'étranglement du côté de l'offre et des approvisionnements en gaz plus sûrs, les entreprises continuent de résorber d'importants arriérés de commandes et la confiance s'améliore. En outre, la production dans le secteur des services s'est maintenue, soutenue par les effets persistants de la réouverture de l'économie et par une demande plus forte pour les activités de loisirs. L'augmentation des salaires et le ralentissement récent de la hausse des prix de l'énergie devraient également atténuer la perte de pouvoir d'achat subie par beaucoup en raison de l'inflation élevée, ce qui soutiendra la consommation. Dans l'ensemble, l'économie s'est montrée plus résistante que prévu et devrait se redresser au cours des prochains trimestres. Le taux de chômage est resté à un niveau historiquement bas de 6,6 % en décembre 2022. Toutefois, le rythme de création d'emplois pourrait se ralentir et le chômage augmenter au cours des prochains trimestres.

Les membres du Conseil ont commenté l'étonnante résilience de l'activité économique à ce jour. La publication de l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat pour la croissance du PIB au quatrième trimestre 2022 a surpris favorablement, ce qui est considéré comme une bonne nouvelle, même si le chiffre a très probablement été poussé à la hausse par des transactions volatiles sur les droits de propriété intellectuelle irlandais. Conjuguée aux récents niveaux d'inflation, qui ont été plus bas que prévu, cette activité plus soutenue est considérée comme le signe d'une inversion partielle des chocs d'offre négatifs qui ont déterminé les évolutions de l'économie de la zone euro au cours de l'année passée. Par conséquent, l'économie de la zone euro se trouve actuellement dans une situation plus favorable qu'anticipé en décembre, et il a été avancé que les évolutions récentes étaient cohérentes avec un « atterrissage en douceur » (l'économie se ralentissant, mais évitant une récession). Dans ces circonstances, le Conseil des gouverneurs pourrait être en mesure de réduire l'inflation sans sacrifices trop importants en termes d'activité économique. Toutefois, il a également été soutenu que, malgré des nouvelles économiques meilleures que prévu, la situation économique sous-jacente n'avait pas fondamentalement changé depuis la réunion de décembre.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les mesures de soutien public visant à protéger l'économie des conséquences des prix élevés de l'énergie devaient être temporaires, ciblées, et conçues de manière à ne pas aller à l'encontre des incitations à réduire la consommation d'énergie. Plus particulièrement, alors que la crise énergétique s'atténue, il est important de commencer à retirer ces mesures rapidement et de manière concertée, en ligne avec la baisse des prix de l'énergie. Les mesures qui ne respectent pas ces principes sont susceptibles d'exacerber les tensions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte.

En outre, conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, les politiques budgétaires devraient avoir pour objectif d'améliorer la productivité de l'économie et de réduire progressivement la dette publique. Les mesures prises pour renforcer la capacité d'offre de la zone euro, en particulier dans le secteur de l'énergie, peuvent contribuer à soulager les tensions sur les prix à moyen terme. À cette fin, les pouvoirs publics devraient mettre en œuvre rapidement leurs plans d'investissement et de réforme structurelle prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU*. La réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue rapidement.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont devenus globalement plus équilibrés. La guerre menée par la Russie en Ukraine continue de représenter un risque à la baisse important pour l'économie et pourrait de nouveau entraîner une hausse des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. Un affaiblissement de l'économie mondiale plus marqué qu'attendu pourrait également constituer un frein supplémentaire à la croissance de la zone euro. En outre, la reprise pourrait se heurter à des obstacles si la pandémie venait à s'intensifier de nouveau et à provoquer de nouvelles perturbations de l'approvisionnement. Toutefois, le choc énergétique pourrait se dissiper plus vite que prévu et les entreprises de la zone euro pourraient s'adapter plus rapidement à l'environnement international difficile, ce qui favoriserait une croissance plus forte qu'attendu actuellement.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les tensions sur les prix restent fortes, notamment en raison de la propagation des coûts élevés de l'énergie à l'ensemble de l'économie. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires, comme mesure de l'inflation sous-jacente (*core*), est demeurée à 5,2 % en janvier. Les autres indicateurs de l'inflation sous-jacente restent également élevés. Bien que les goulets d'étranglement du côté de l'offre s'atténuent progressivement, leurs effets décalés continuent d'exercer une pression à la hausse sur les prix des biens. Il en va de même pour la levée des restrictions liées à la pandémie : l'effet de la demande latente, s'il s'atténue, continue d'alimenter l'augmentation des prix, en particulier dans le secteur des services.

Les mesures gouvernementales visant à compenser les prix élevés de l'énergie pour les ménages, en revanche, freineront l'inflation en 2023. Toutefois, l'ampleur de certaines de ces mesures dépend de l'évolution des prix de l'énergie et leur contribution globale à l'inflation est particulièrement incertaine, car elles devraient entraîner une hausse de l'inflation une fois qu'elles prendront fin. Selon les indicateurs extraits des instruments de marché, les prix de l'énergie sont considérés comme nettement inférieurs, pour l'année en cours et les prochaines années, à ce qui avait été anticipé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. Dans le même temps, les salaires augmentent plus rapidement, soutenus par la robustesse des marchés du travail. Toutefois, les données récentes relatives à la dynamique des salaires sont conformes aux projections de décembre

établies par les services de l'Eurosystème. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à 2 % environ, mais nécessitent un suivi continu.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que, même si le taux d'inflation totale s'est ralenti depuis octobre, l'inflation demeure beaucoup trop élevée. S'il faut saluer la bonne nouvelle, il a néanmoins été avancé que l'évaluation des perspectives d'inflation réalisée en décembre n'avait pas fondamentalement changé. L'inflation sous-jacente (*core*) demeure aux niveaux ressortant des projections de décembre. Il est donc beaucoup trop tôt pour crier victoire.

L'attention a été attirée sur le fait que les chiffres de l'inflation pour la plus grande économie de la zone euro n'ont pas été disponibles à temps pour être incluses dans l'estimation rapide d'Eurostat pour janvier. Il a été suggéré que, selon toute probabilité, l'estimation finale pour la zone euro serait un peu plus élevée. Dans ce contexte, il a été souligné que l'inflation sous-jacente (*core*) avait légèrement surpris à la hausse et demeurerait inchangée par rapport à décembre, ce qui explique la réaction très modérée des marchés au chiffre plus faible que prévu de l'inflation totale pour janvier. L'inflation sous-jacente (*core*) étant souvent considérée comme l'« attracteur » vers lequel l'inflation totale revient à moyen terme, les derniers chiffres d'inflation ne constituent pas nécessairement une évolution encourageante globalement. Toutefois, l'attention a été attirée sur le fait qu'il ne fallait pas trop se focaliser sur les mesures de l'inflation sous-jacente. En effet, certaines composantes de l'inflation sous-jacente peuvent évoluer assez rapidement, comme le montre l'expérience des États-Unis et en ligne avec les dernières évolutions des tensions en amont dans la zone euro. Cela n'implique toutefois pas nécessairement un retournement des éléments plus persistants de l'inflation, tels que ceux relatifs aux salaires. Il a été rappelé que la BCE suit un large éventail de mesures de l'inflation sous-jacente et qu'elle réalise une analyse détaillée de toutes les composantes de l'inflation totale, plutôt qu'une analyse portant exclusivement sur des mesures spécifiques de l'inflation sous-jacente (*core*) excluant plusieurs composantes volatiles. Enfin, il a été mentionné que les évolutions de l'inflation en Croatie, qui vient de rejoindre la zone euro, ont été relativement stables dans l'ensemble en janvier, par rapport à décembre. Cela suggère que les effets à la hausse sur les prix du passage à l'euro fiduciaire ont été plutôt limités jusqu'à présent, contrairement à certaines anticipations.

En ce qui concerne les évolutions de l'inflation sous-jacente (*core*), il a été souligné que la transmission de la baisse des prix de l'énergie à cette mesure était un facteur déterminant dans l'évaluation du délai avec lequel le taux d'inflation sous-jacente montrerait des signes convaincants de ralentissement. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont débattu de la mesure dans laquelle la baisse des prix de l'énergie entraînerait une atténuation des tensions sous-jacentes sur les prix. Cela dépendra si la transmission de la baisse des prix de l'énergie aux autres composantes de l'inflation est symétrique par rapport à celle observée lors de la hausse des prix de l'énergie.

D'une part, il existe un certain nombre de raisons de penser que des facteurs agissant en sens inverse pourraient entraîner une transmission plus lente de l'impulsion désinflationniste que ce qui avait été observé au cours de la récente phase inflationniste. En particulier, la transmission de la hausse antérieure des prix de gros de l'énergie aux prix de détail prend du temps et se poursuit encore. Les pressions sur la demande se sont accrues et les pressions sur les salaires s'accroissent sous l'effet de négociations salariales de plus en plus influencées par les taux élevés de l'inflation actuelle ou passée et par la pénurie de main-d'œuvre persistante. En outre, l'allongement de la durée des contrats salariaux, la hausse du salaire minimum et la fixation échelonnée des salaires pourraient entraîner une persistance plus longue de la croissance des salaires. À cet égard, il a été souligné que les tensions inflationnistes s'étaient élargies depuis un certain temps, de sorte que le moteur du processus d'inflation n'est plus un choc d'offre pur. Si la hausse de l'inflation a débuté avec un choc d'offre, aujourd'hui l'inflation est davantage tirée par la demande, ce qui la rend plus persistante. En outre, des éléments indiquent que l'effet d'une hausse des prix de l'énergie sur le PIB et sur l'inflation est très différent de l'effet d'une baisse des prix de l'énergie, en partie en raison des rigidités à la baisse des prix et des salaires. Des données récentes pour la zone euro font état d'une asymétrie importante : il ne faut donc pas s'attendre à ce que la transmission forte et rapide observée lors de la hausse des prix de l'énergie s'inverse simplement de façon rapide lorsque ces prix baissent.

D'autre part, il a été avancé que la baisse des prix de l'énergie pourrait bien se transmettre plus rapidement aux rubriques de l'inflation sous-jacente (*core*), en ligne avec la façon dont les chocs inflationnistes se sont diffusés à cette mesure au cours des derniers trimestres avec la hausse des prix. Cela suggère que l'inflation sous-jacente pourrait, au fil du temps, diminuer plus rapidement qu'envisagé dans les projections de décembre. Dans tous les cas, il a été noté qu'il était trop tôt pour observer une répercussion aussi rapide, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques continuant de s'accroître, ce qui suggère que les pressions à la hausse liées aux augmentations antérieures des prix de l'énergie sont toujours présentes. L'ajustement échelonné des prix implique que les ménages et les entreprises pourraient subir une hausse des prix de l'énergie seulement après un certain temps : ainsi, malgré la baisse des prix des matières premières énergétiques, la hausse précédente des prix de l'énergie continuera de se répercuter en partie sur les ménages et les entreprises. Dans le même temps, il convient de reconnaître que le rythme de hausse des prix à la production dans l'industrie, hors énergie, s'est considérablement ralenti, ce qui constitue une indication importante qu'à un moment donné la baisse des prix de l'énergie se traduira par une diminution de l'inflation sous-jacente. Dans ce contexte, il a également été avancé que les variations de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires en glissement sur trois mois – la « dynamique » sous-jacente – montraient déjà les premiers signes que l'inflation sous-jacente allait commencer à fléchir en rythme annuel, en dépit du fait que l'inflation sous-jacente (*core*) réagit naturellement avec un décalage aux variations des prix de l'énergie.

Les membres du Conseil ont examiné les implications de la réouverture de l'économie chinoise pour l'évolution de l'inflation dans la zone euro. Dans ce contexte, l'observation a été faite que la réouverture d'une grande économie exportatrice nette au niveau mondial, comme la Chine, devrait, dans l'ensemble, exercer un effet modérateur sur les tensions sur les prix au niveau mondial, même si la demande agrégée chinoise augmente. En outre, on peut s'attendre également à ce que les exportateurs chinois baissent leurs prix afin de regagner en partie la part de marché qu'ils ont perdue durant les périodes de confinement, accentuant ainsi la concurrence en matière de prix au niveau mondial. Toutefois, une hausse de la demande chinoise pourrait exercer des tensions à la hausse sur l'inflation, en particulier concernant les matières premières.

Une incertitude considérable continue d'entourer l'effet modérateur sur l'inflation du resserrement de la politique monétaire. La dynamique actuelle de l'inflation ne reflète probablement pas encore le récent resserrement de la politique monétaire. En effet, il a été avancé, sur la base des données d'enquêtes récentes, que les conditions de financement actuelles sont loin d'être assez restrictives pour freiner suffisamment la demande afin de ramener l'inflation au plus tôt vers la cible de la BCE. Cela laisse penser que la contribution de la politique monétaire à la désinflation a été limitée jusqu'à présent, sauf indirectement via l'appréciation de l'euro et via le canal du marché de l'immobilier résidentiel dans un certain nombre d'économies de la zone euro. S'agissant des taux de change, il a été noté que la récente appréciation de l'euro implique une atténuation des tensions inflationnistes pour la zone euro au cours de la période à venir.

Les membres du Conseil ont rappelé que les tensions salariales étaient essentielles pour comprendre les risques d'effets de second tour sur l'inflation et pour déterminer les évolutions plus durables des tensions sous-jacentes sur les prix. Jusqu'à il y a quelques mois, la croissance des salaires est restée modérée, mais elle s'accélère désormais clairement, ce qui doit être pris en compte dans les perspectives relatives à l'inflation sous-jacente (*core*). Il a également été souligné que, en dépit du ralentissement de l'activité économique, le marché du travail demeure exceptionnellement tendu. Cela signifie que les tensions sur les prix s'exerçant sur les services à forte intensité de main-d'œuvre ne devraient pas s'atténuer rapidement. Les indicateurs de suivi des salaires montrent de très fortes hausses des salaires dans le cadre des contrats conclus récemment, ce qui, dans un contexte de contrats salariaux de longue durée et de centralisation du processus de négociation salariale, pourrait entraîner une croissance plus persistante des salaires. Toutefois, il a également été noté que la croissance des salaires pour le groupe des personnes qui changent d'emploi (*job movers*) devrait être naturellement beaucoup plus élevée que pour celui des personnes qui conservent leur emploi (*job stayers*), car le premier groupe devrait représenter l'essentiel de la croissance de la productivité. Après la pandémie, l'économie a traversé une période de rotation intensifiée de l'emploi (*job churning*) : il est donc naturel que la productivité du travail et la croissance des salaires s'accélèrent. Mais cela n'entraînera pas nécessairement un accroissement des tensions sur les prix. Dans le même

temps, il a été souligné que la forte augmentation observée du salaire minimum accentuerait les tensions existantes sur les salaires. Des éléments montrent qu'avec le temps, les augmentations du salaire minimum pourraient alimenter une progression des salaires plus haut dans la grille des salaires. Par conséquent, bien qu'il ait été largement admis qu'il n'y avait pas de signes d'une spirale prix-salaires, il a été affirmé que la croissance actuelle des salaires n'était clairement pas compatible avec une cible d'inflation de 2 %, même en tenant compte des améliorations de la tendance de la productivité.

Dans ce contexte, il a été réaffirmé que les salaires constituent un indicateur retardé, de sorte que seule la phase la plus récente de croissance des salaires doit être considérée comme reflétant pleinement les hausses antérieures des prix. Dans certains secteurs et pays, on s'attend à une augmentation des salaires supérieure à 10 %. Toutefois, l'observation a également été faite qu'il existait une grande hétérogénéité entre secteurs et entre pays. En outre, alors que les négociations salariales se poursuivent, les revendications salariales sont des indicateurs avancés peu fiables des accords salariaux finaux, qui tendent, la plupart du temps, à être plus modérés. Il a été observé qu'un certain effet de rattrapage par rapport à la perte de pouvoir d'achat accumulée au cours des dernières années exercerait inévitablement des pressions à la hausse sur la croissance des salaires, en ligne avec les projections de décembre. Dans le même temps, les prix de l'énergie ayant commencé à baisser de nouveau, la perte de revenu réel est désormais moins importante qu'attendu précédemment. Cela pourrait impliquer que la pression exercée pour récupérer du pouvoir d'achat via des hausses de salaire s'atténuerait également, tout en conduisant à une demande agrégée plus forte qu'attendu. Il a été souligné que, jusqu'à présent, la hausse rapide des prix associée au retard des salaires a entraîné un déplacement important des revenus du travail vers le capital. Les évolutions de la croissance des bénéfices unitaires demeurent très soutenues, ce qui suggère que la répercussion de la hausse des coûts sur les prix de vente reste robuste. Il a donc été largement souligné que les évolutions des bénéfices et des marges nécessitent un suivi constant et une analyse plus approfondie, au même titre que les évolutions des salaires.

Les membres du Conseil sont convenus que les politiques budgétaires continuent de jouer un rôle essentiel pour déterminer le degré de persistance de l'inflation à moyen terme. Plusieurs membres du Conseil ont estimé que la politique budgétaire allait à l'encontre des efforts de la politique monétaire pour rétablir la stabilité des prix. Dans le même temps, on peut s'attendre à des effets haussiers sur l'inflation provenant de l'impact positif de la politique budgétaire sur la demande, en particulier via la composante de la politique budgétaire visant à protéger les consommateurs d'une perte de pouvoir d'achat. En outre, on peut s'attendre à ce que les gouvernements s'abstiennent de fournir un soutien supplémentaire si le besoin s'en fait moins sentir, car cela est coûteux en termes budgétaires.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme, les membres du Conseil ont pris note des évaluations par Mme Schnabel et M. Lane des dernières évolutions des mesures de la compensation

de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes, s'accordant sur le fait que ces indicateurs sont globalement cohérents avec le bon ancrage des anticipations d'inflation à long terme. Les marchés financiers continuent de considérer le Conseil des gouverneurs comme crédible pour ramener l'inflation vers sa cible. Dans le même temps, il a été avancé que, selon certains indicateurs, le risque de désancrage des anticipations d'inflation à long terme existe toujours. Les anticipations d'inflation à court terme extraites des instruments de marché ont nettement baissé, tandis que les anticipations d'inflation à moyen et long termes sont demeurées globalement inchangées. De plus, certaines mesures tirées d'enquêtes ont même augmenté. Les anticipations d'inflation médianes à trois ans figurant dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) pour décembre ont annulé leur précédente baisse et se situent de nouveau à 3 %. L'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*) a fait état de révisions à la hausse pour 2023 et 2024, aussi bien pour l'inflation totale que pour l'inflation sous-jacente, tandis que les anticipations d'inflation à long terme ont légèrement diminué.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation sont devenus plus équilibrés, à court terme en particulier. Du côté des évolutions à la hausse, les tensions existantes en amont pourraient entraîner une augmentation des prix de détail à court terme. Par ailleurs, un rebond de l'activité plus fort qu'attendu en Chine pourrait stimuler de nouveau les prix des matières premières et la demande extérieure. Des facteurs intérieurs tels qu'une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible de la BCE ou des augmentations de salaire plus fortes qu'anticipé pourraient alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. Du côté des évolutions à la baisse, le recul récent des prix de l'énergie, s'il persiste, pourrait contribuer à un ralentissement de l'inflation plus rapide qu'attendu. Ces pressions à la baisse sur la composante énergie pourraient ensuite entraîner une dynamique plus faible de l'inflation sous-jacente. Une diminution supplémentaire de la demande pourrait aussi exercer une pression moindre sur les prix qu'attendu actuellement, en particulier à moyen terme.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Avec le resserrement de la politique monétaire, les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages ont augmenté. La croissance des prêts bancaires aux entreprises a fortement décéléré au cours des derniers mois. Cette évolution résulte en partie d'une diminution des besoins de financement au titre des stocks. Mais cela reflète aussi un affaiblissement de la demande de prêts pour financer les investissements des entreprises, dans un contexte de forte augmentation des taux des prêts bancaires et de durcissement prononcé des conditions d'octroi de crédits, comme indiqué dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire (*bank lending survey*). L'emprunt des ménages a continué de baisser également, reflétant une hausse des taux des prêts, un durcissement des conditions d'octroi

de crédits et une forte contraction de la demande de prêts hypothécaires. À mesure du fléchissement du rythme d'octroi de crédits, la croissance monétaire se ralentit rapidement, avec un recul marqué de la croissance de ses composantes les plus liquides, notamment des dépôts au jour le jour, qui n'a été que partiellement compensé par un déplacement vers les dépôts à terme.

Il a été souligné que l'affaiblissement de la dynamique du crédit (avec un arrêt presque total de la croissance des prêts aux entreprises dans la zone euro en novembre et décembre) était en grande partie une conséquence naturelle et souhaitée de la normalisation en cours de l'orientation de politique monétaire. Toutefois, l'ampleur et la vitesse de cette récente baisse doivent être surveillées, car elles pourraient agir comme un frein à la reprise. La question a été soulevée de savoir dans quelle mesure l'affaiblissement de la dynamique du crédit est dû à une baisse de la demande, en raison du resserrement de la politique monétaire, ou à des facteurs d'offre. Il a été fait référence, à cet égard, aux résultats de la dernière campagne de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui indiquent que la baisse de la demande de prêts résulte principalement d'une hausse du niveau général des taux d'intérêt et d'une baisse de la demande d'investissement fixe, tandis que le durcissement des critères d'octroi de prêts s'explique principalement par la perception et la tolérance des banques à l'égard du risque, et moins par le coût de leurs ressources. Dans le même temps, la remarque a été faite que la situation des banques de la zone euro en matière de fonds propres reste solide, dans un contexte d'amélioration de la qualité des actifs, malgré des circonstances macroéconomiques et financières difficiles et en évolution rapide. En outre, au stade actuel de normalisation de la politique monétaire, la rentabilité des banques a été dopée par l'augmentation des marges d'intérêts. La hausse des taux débiteurs bancaires et la baisse des volumes de prêts ne reflètent donc pas nécessairement une réduction de la capacité d'intermédiation des banques.

Au-delà des coûts du financement bancaire, les membres du Conseil ont noté que les conditions financières au sens large se sont globalement durcies après la réunion de décembre, reflétant les décisions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et sa communication. Les anticipations des marchés relatives au taux terminal ont atteint des niveaux considérés comme plus satisfaisants et plus cohérents avec un retour rapide de l'inflation vers la cible. En dépit de l'incertitude entourant le niveau précis du taux terminal, ces anticipations ont été remarquablement stables depuis décembre. En outre, les membres du Conseil ont salué le fait que les taux à terme réels soient désormais positifs sur l'intégralité de la courbe des rendements. Il a été souligné que les conditions de financement par endettement se sont durcies dans un contexte de situation favorable sur le marché obligataire, conjuguée à un recul de l'incertitude. En particulier, les écarts de rendement obligataires sont restés généralement contenus et les actifs risqués, y compris les actions, ont affiché de très bonnes performances. En outre, l'annonce par la BCE en décembre des plans de réduction du portefeuille de l'APP à partir de mars 2023 n'a pas entraîné d'augmentation substantielle des primes de terme ou des écarts de rendement des emprunts publics. Dans l'ensemble, malgré une certaine volatilité, il a été

estimé que la réaction des marchés à la communication du Conseil des gouverneurs à la suite de sa réunion de décembre pouvait par conséquent être considérée comme un succès.

Au vu des évolutions monétaires et financières récentes, les membres du Conseil ont noté que la transmission de la politique monétaire aux conditions de financement semble fonctionner comme prévu et que, jusqu'à présent, elle est globalement en ligne avec les cycles précédents de hausse des taux d'intérêt. Les délais de transmission étant longs et variables – généralement estimés à deux ans environ – il a été avancé que seul un impact limité pourrait être visible sur la demande et l'inflation à ce stade, du moins si l'on considère que la normalisation de la politique monétaire a débuté en juillet 2022. Toutefois, il a été suggéré que décembre 2021, quand la réduction des achats d'actifs a été annoncée, pourrait être un meilleur point de départ. Il s'agit du moment où les conditions de financement ont commencé à se durcir et où les taux hypothécaires ont entamé leur hausse, bien avant la date où les taux directeurs ont été relevés pour la première fois. En conséquence, des éléments montrent depuis quelque temps déjà une transmission de la politique monétaire au marché de l'immobilier résidentiel – une évolution bienvenue compte tenu des signes de surchauffe observés depuis longtemps. Les prêts à la consommation et les prêts aux sociétés non financières, en revanche, ont été peu affectés avant le fort ralentissement des prêts aux entreprises observé au cours des derniers mois. En ce qui concerne la mesure dans laquelle les conditions de financement contraignent la demande, il a été fait référence à l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises. Celle-ci suggère que les grandes entreprises continuent de juger les conditions de financement comme favorables, seulement quelques-unes les considérant comme un motif de réduction des investissements. De même, dans l'enquête récente de la Commission européenne, les contraintes financières n'ont pas été considérées par les entreprises comme un facteur significatif limitant la production. Cette constatation est en légère contradiction avec les résultats de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans laquelle les banques ont fait état d'une contribution négative significative des taux d'intérêt à la demande de prêts.

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 souligné que l'inflation reste bien trop élevée. Toutefois, les dernières données laissent penser que les risques sont devenus plus équilibrés, les risques à la baisse pesant sur la croissance et les risques à la hausse entourant l'inflation ayant diminué par rapport à l'évaluation faite par le Conseil des gouverneurs en décembre. Les prix de l'énergie ont baissé rapidement, suggérant une inversion partielle du choc d'offre défavorable antérieur. Si cette évolution persiste, elle devrait entraîner une baisse plus rapide de l'inflation totale. Il a également été rappelé que compte tenu des délais de transmission habituellement longs, la baisse de l'inflation totale observée à ce jour ne résulte

probablement pas du resserrement de la politique monétaire. Dans le même temps, il a été souligné que l'inflation sous-jacente (*core*) et les autres mesures de l'inflation sous-jacente devraient s'avérer plus rigides, avec peu de signes de stabilisation jusqu'à présent.

Globalement, il a été largement avancé que les dernières données et la modification de l'équilibre des risques ne modifient pas fondamentalement l'évaluation faite par le Conseil des gouverneurs en décembre, et qu'il est nécessaire de continuer d'augmenter sensiblement les taux d'intérêt à un rythme régulier et de les maintenir à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible de la BCE de 2 % à moyen terme.

Même si les membres du Conseil se sont accordés sur l'absence de signes indiquant l'apparition d'une spirale salaires-prix, les tensions salariales se sont généralisées, en ligne avec les projections de décembre 2022. Dans l'ensemble, même s'il existe déjà des signes d'une stabilisation et d'un point de retournement de l'inflation totale, la transmission aux composantes persistantes de l'inflation est très incertaine. Les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent fortes, la hausse des prix des composantes hors énergie de l'indice des prix s'accroît et les conditions tendues sur le marché du travail continueront d'exercer des pressions sur l'inflation sous-jacente (*core*). De plus, des perspectives de croissance meilleures que prévu contribueront à la poursuite des tensions inflationnistes, qui ne devraient pas s'atténuer d'elles-mêmes sans nouveau resserrement significatif de la politique monétaire.

Dans tous les cas, il a été avancé que, sur la base des élasticités mises en évidence dans les modèles standard, l'inflation attendue pour 2025 est à présent plus proche de 2 % que ne l'avaient prévu les projections de décembre 2022, quand on prend en compte les données les plus récentes ainsi que les modifications des hypothèses externes. Celles-ci comprennent la hausse des taux de marché, un euro plus fort en termes effectifs nominaux et des prix de l'énergie sensiblement plus bas. Au-delà de l'impact des nouvelles données, les membres du Conseil ont souligné le rôle de la modification des anticipations relatives aux taux d'intérêt de marché, qui ont augmenté depuis la date d'arrêt des projections de décembre. Dans le même temps, il a été reconnu qu'il s'agit là d'une analyse partielle, et la vigueur et la persistance des divers facteurs déterminant l'inflation rendent nécessaire un nouvel exercice de projections complet pour évaluer les implications tant pour les perspectives de référence que pour la balance des risques. L'incertitude demeure en tout cas très élevée et il est difficile de savoir si les prix bas de l'énergie vont persister. L'incertitude entourant les perspectives d'inflation est liée, en particulier, à l'impact de la réouverture de la Chine, des mesures budgétaires et du taux de change sur l'inflation. Les prochaines projections établies par les services de la BCE contribueront à éclaircir ces questions et à dresser un tableau plus complet. Il a été remarqué que le fait de fonder les nouvelles projections des services de la BCE sur une courbe des rendements plus en ligne avec les points de vue des membres du Conseil devrait offrir une meilleure

référence que celle fournie par les projections disponibles lors de la réunion de politique monétaire de décembre du Conseil des gouverneurs.

L'attention a été attirée sur l'écart entre la trajectoire d'inflation intégrée dans les projections de décembre et celle extraite des marchés financiers. Les intervenants de marché semblent plus optimistes et ont sensiblement réévalué leurs perspectives d'inflation, les taux des *swaps* indexés sur l'inflation ayant sensiblement baissé sur les horizons à court terme. Cela soulève la question de savoir si les marchés accordent trop de poids à la baisse des prix de l'énergie. Dans ce contexte, il a été considéré comme légèrement surprenant que les marchés aient peu réagi au fait que l'estimation rapide de l'inflation totale dans la zone euro en janvier ait été plus faible qu'attendu. Dans le même temps, ils ont fortement réagi à la surprise à la hausse intervenue en janvier en ce qui concerne l'inflation totale dans la quatrième économie de la zone euro, qui a également enregistré une accélération de l'inflation sous-jacente (*core*). Cela pourrait indiquer que les marchés accordent à présent davantage d'attention à l'inflation sous-jacente (*core*) qu'à l'inflation totale pour évaluer les tensions inflationnistes sous-jacentes.

Il a été souligné que les indicateurs tirés d'enquêtes et ceux extraits des instruments de marché relatifs aux anticipations d'inflation sur les horizons à plus long terme sont restés globalement ancrés, ce qui laisse penser que la BCE devrait réussir à ramener l'inflation à 2 % à moyen terme. Toutefois, il a également été souligné que certaines mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes ont été révisées à la hausse et que le risque d'une perte d'ancrage des anticipations d'inflation n'a pas disparu.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont exprimé un large soutien à la proposition de M. Lane de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et d'indiquer que le Conseil des gouverneurs prévoyait de nouveaux relèvements, en précisant qu'il entendait relever les taux de 50 points de base supplémentaires lors de la prochaine réunion de politique monétaire, en mars, et évaluerait alors la trajectoire future de la politique monétaire. En effet, de nouvelles hausses étaient nécessaires pour que les taux directeurs du Conseil des gouverneurs se déplacent en territoire restrictif et il convenait de les laisser à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme.

Évaluer le niveau de taux pouvant être considéré comme excessivement restrictif est complexe et incertain, bien qu'il ait généralement été estimé que les inquiétudes ayant trait à un resserrement excessif sont prématurées aux niveaux actuellement élevés de l'inflation et au vu de la probable persistance des tensions sous-jacentes sur les prix. Il a été souligné qu'à l'heure actuelle, les taux directeurs n'étaient pas tout à fait compatibles avec la fourchette d'estimations du taux neutre et que

l'important portefeuille obligataire de l'Eurosystème continuait également à donner une orientation significativement accommodante à la politique monétaire. En particulier, même le scénario d'un niveau d'inflation favorable anticipé par les marchés financiers dépend des nouvelles fortes hausses de taux intégrées dans la courbe des taux à terme.

Globalement, il a été jugé impératif de maintenir le cap et de montrer avec détermination l'intention de resserrer encore l'orientation de la politique monétaire. Cela réduira l'incertitude injustifiée entourant la politique monétaire et sera pleinement conforme aux décisions et à la communication adoptées en décembre par le Conseil des gouverneurs. Il a été mentionné que, compte tenu de l'écart encore substantiel par rapport au taux terminal potentiel, il restait utile – du point de vue de la gestion des risques – d'anticiper les relèvements de taux au stade actuel. En particulier, montrer maintenant sa détermination à continuer d'augmenter sensiblement les taux pourrait permettre d'éviter d'être contraint de procéder ultérieurement à de nouvelles hausses des taux.

Dans ce contexte, il a été souligné que la courbe anticipée des taux sans risque suggérait que les marchés s'attendaient à des réductions de taux peu de temps après avoir atteint le taux terminal. Cela été jugé en léger décalage avec la communication du Conseil des gouverneurs de décembre selon laquelle les taux d'intérêt devraient rester à des niveaux restrictifs pour que l'inflation revienne vers la cible à moyen terme. Dans le même temps, cela pourrait être interprété comme le signe que les marchés sont confiants dans la capacité de la BCE à stabiliser l'inflation. En d'autres termes, une fois l'inflation revenue à la cible, les taux d'intérêt pourraient revenir à un niveau compatible avec « l'état d'équilibre » à long terme.

Si un large consensus s'est dégagé sur la nécessité de poursuivre le resserrement de la politique monétaire, des réserves ont été émises quant à la proposition d'une communication sur les intentions relatives à la réunion de mars. Il a été indiqué que les taux directeurs se rapprochaient d'un niveau à partir duquel la prudence est de mise afin d'assurer que la politique monétaire ne soit pas resserrée de façon excessive. Au vu du niveau élevé d'incertitude, les perspectives d'inflation pourraient évoluer rapidement dans un sens comme dans l'autre. Cela nécessite une évaluation attentive des nouvelles données et de l'effet des précédentes hausses de taux sur la dynamique des prix. Compte tenu notamment de l'objectif d'inflation symétrique de la BCE, le risque d'en faire trop requiert autant d'attention que le risque d'en faire trop peu. Il a été noté que la dynamique à court terme de l'inflation sous-jacente a également commencé à s'inscrire en légère baisse et, compte tenu des délais de transmission, l'inflation sous-jacente devrait encore se ralentir au fil du temps. De plus, au début de la normalisation de la politique monétaire, d'importants coussins d'épargne accumulés par les ménages et les entreprises, ainsi qu'une importante demande latente, ont permis de resserrer la politique monétaire sans causer trop de dommages à l'économie réelle. Même si ces coussins restent à des niveaux élevés, ils se sont réduits. En conséquence, la prudence est de mise concernant la poursuite du resserrement de la politique monétaire.

Il a été indiqué que la communication proposée n'empêchait pas une adaptation du changement envisagé de l'orientation de la politique monétaire en mars si ce changement se révélait nécessaire en raison de nouvelles informations importantes : exprimer une « intention » ne veut pas dire prendre un « engagement ». Cela reflète simplement le fait que, sur la base des informations disponibles, la probabilité qu'un changement se produise a été jugée négligeable. Cela exprime l'idée que, en l'absence de brusque changement des circonstances, une nouvelle hausse de taux de 50 points de base lors de la réunion de mars serait cohérente avec un très large éventail de scénarios possibles en matière d'évolution de l'inflation. Une indication par avance d'une telle hausse apporterait donc des clarifications sur la direction à court terme de la politique monétaire. Cela a permis de rapprocher l'intention de relever les taux en mars d'une approche s'appuyant sur les données.

Dans l'ensemble, il a été jugé important d'envoyer un signal ferme quant aux intentions de politique monétaire pour la réunion de mars, tout en indiquant que la trajectoire de la politique monétaire après cette du Conseil des gouverneurs serait évaluée avec un esprit ouvert, en ligne avec l'approche s'appuyant sur les données.

S'agissant des politiques affectant la taille et la composition du bilan de l'Eurosystème, les membres du Conseil ont largement approuvé la proposition de M. Lane concernant les grands paramètres de réduction du portefeuille de l'APP et les modalités opérationnelles détaillées telles que décrites par Mme Schnabel et exposées dans un communiqué de presse spécifique de la BCE. En particulier, compte tenu des montants relativement faibles attendus au titre des réinvestissements, les membres du Conseil se sont largement prononcés en faveur d'une approche simple et neutre. Cela signifie que les réinvestissements partiels réalisés sur la période allant de mars à fin juin seraient effectués conformément, dans l'ensemble, aux pratiques actuelles. Les réinvestissements restants seraient alloués proportionnellement à la part des remboursements de chaque programme constituant l'APP et, dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur public, proportionnellement à la part de remboursements de chaque juridiction et de chaque émetteur national et supranational. Tout comme l'APP a soutenu l'orientation de politique monétaire lors de son introduction, la réduction du portefeuille de l'APP devra être réalisée de manière à soutenir la normalisation et la transmission sans heurt de la politique monétaire, en maintenant un rythme de réduction du portefeuille mesuré et prévisible.

Il a été souligné qu'une orientation plus nette des réinvestissements du portefeuille du programme d'achats de titres du secteur des entreprises vers les émetteurs ayant de meilleures performances environnementales signalerait l'engagement constant de la BCE – sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix – à soutenir les politiques de l'UE en vue de la réalisation des objectifs climatiques de l'Accord de Paris via une décarbonation progressive des obligations d'entreprises détenues par l'Eurosystème.

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

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 les communiqués de presse 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 2 février 2023](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

[La BCE fixe les modalités détaillées de la réduction des avoirs détenus dans le cadre du programme d'achats d'actifs](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 1^{er}-2 février 2023

Membres

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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. Vujčić*
- M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en février 2023 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- M. Donohoe, président de l'Eurogroupe***
- 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
- M. Garnier
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Kuodis
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Ódor
- M. Rutkaste
- M. Šošić
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 20 avril 2023.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi