



Réunion des 8 et 9 juin 2022

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Amsterdam le mercredi 8 et le jeudi 9 juin 2022

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a procédé à l'examen des dernières évolutions sur les marchés financiers. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril 2022, on a observé un changement majeur dans les anticipations et les mesures de politique monétaire à travers le monde, l'inflation ayant continué de surprendre à la hausse.

Les principales évolutions sur les marchés financiers ont concerné quatre thèmes principaux.

Premièrement, au regard des évolutions historiques, la volatilité sur les marchés financiers a été forte, reflétant la persistance plus forte que prévu du niveau élevé de l'inflation et l'incertitude associée à l'ampleur et au rythme de l'ajustement de la politique monétaire nécessaire pour rétablir la stabilité des prix à moyen terme. Deuxièmement, la normalisation de la politique monétaire dans la zone euro devrait se poursuivre à un rythme nettement plus rapide qu'au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril, avec un relèvement des taux directeurs prévu en juillet.

Troisièmement, les anticipations d'une trajectoire de politique monétaire plus abrupte ont contribué à interrompre et à inverser en partie à la fois la hausse des primes de risque sur l'inflation et la dépréciation marquée de l'euro, compensant ainsi partiellement la nouvelle hausse des prix du pétrole. Quatrièmement, les modifications des anticipations relatives à la politique monétaire ont rapproché les valorisations des actifs risqués de leurs moyennes de long terme, tant sur les marchés des produits à taux fixes que sur les marchés boursiers.

Le regain de volatilité observé au niveau mondial au cours des derniers mois s'est reflété au travers de la hausse de la volatilité implicite pour presque toutes les principales catégories d'actifs : obligations, actions et devises. La volatilité accrue est allée de pair avec une détérioration de la liquidité de marché. Même si une telle volatilité n'est pas surprenante lors des points de retournement de la politique monétaire, elle a été amplifiée par la combinaison des chocs qui frappent l'économie

mondiale : la guerre en Ukraine, la transition énergétique, la demande excédentaire au niveau mondial et la politique zéro COVID en Chine.

Trois sources d'incertitude relatives à la politique monétaire sont à l'origine de la volatilité actuelle :

a) l'ampleur de l'ajustement nécessaire de la politique monétaire, b) le rythme de cet ajustement et c) la transmission des modifications des taux directeurs aux taux d'intérêt de marché et aux taux débiteurs bancaires.

S'agissant de la première source d'incertitude, liée à l'ampleur de l'ajustement nécessaire de la politique monétaire dans la zone euro et dans les autres grandes zones monétaires, les investisseurs ont significativement réévalué les taux attendus en fin de période (*terminal rates*) – c'est-à-dire les taux d'intérêt maximums attendus par les marchés à la fin du cycle de normalisation ou de durcissement et non corrigés des primes de terme. La forte réévaluation des taux de fin de période a été un facteur essentiel à l'origine de la hausse récente des rendements obligataires nominaux à long terme. Alors qu'en 2021, l'augmentation des taux nominaux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans avait été liée à la hausse de la compensation de l'inflation, le taux réel à dix ans a fortement augmenté en 2022.

Les retours d'information des intervenants de marché laissent penser que l'incertitude relative à l'ampleur de la normalisation de la politique monétaire est liée à deux facteurs principaux : l'incertitude relative au niveau du taux neutre, et par conséquent au niveau du taux d'intérêt réel d'équilibre, et l'incertitude quant à la nécessité de porter les taux directeurs au-dessus du taux neutre.

La deuxième source d'incertitude, qui a trait au rythme de l'ajustement de la politique monétaire, signifie que les marchés ont non seulement réévalué le taux de fin de période, mais qu'ils s'attendent également à une normalisation de la politique monétaire sensiblement plus rapide qu'au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril. Les enquêtes ont continué d'être en décalage par rapport aux prix de marché.

Le rythme de l'ajustement de la politique monétaire anticipé par les investisseurs dépend du degré perçu d'ancrage des anticipations d'inflation à plus long terme. Les mesures des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes fournissent des indications différentes en ce qui concerne les risques de perte d'ancrage, en fonction de l'échantillon sous-jacent.

Les mesures de compensation de l'inflation à long terme extraites des instruments de marché ont baissé par rapport à leur niveau record sur dix ans enregistré en avril, mais elles ont commencé à augmenter de nouveau dernièrement et restent supérieures à 2 %. Ces évolutions reflètent les changements d'opinion des marchés sur la probabilité d'une récession, en particulier leurs anticipations d'une bonne résistance des perspectives de croissance, ainsi que la communication de la BCE allant dans le sens d'un relèvement des taux d'intérêt en juillet. La communication de la BCE a été un facteur important à l'origine de la baisse des primes de risque sur l'inflation sur les horizons à plus long terme, car elle a insisté sur l'engagement à préserver la stabilité des prix.

La troisième source d'incertitude sur les marchés financiers a trait à la force avec laquelle les modifications des taux d'intérêt directeurs de la BCE devraient se transmettre aux taux du marché monétaire et aux taux débiteurs bancaires. Plus la transmission attendue est faible, plus les investisseurs estiment que l'ajustement nécessaire de la politique monétaire doit être fort et rapide. La force de la transmission de la politique monétaire dépend également de l'ampleur et du rythme attendu pour une diminution de l'excédent de liquidité.

On s'attend à présent à ce que l'excédent de liquidité diminue plus lentement que prévu précédemment. Cette évolution est liée au fait que des anticipations plus élevées d'une hausse future des taux d'intérêt directeurs de la BCE conduiraient les banques à reporter le remboursement des fonds provenant des opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO).

Les évolutions des anticipations relatives aux taux directeurs se sont transmises aux marchés financiers au sens plus large. Les actions ont fait l'objet de cessions massives comme attendu, et ont baissé par rapport aux niveaux élevés qui avaient été favorisés par des taux d'intérêt réels historiquement bas. Dans le même temps, depuis la réunion de politique monétaire des 13 et 14 avril, les marchés boursiers de la zone euro ont affiché de meilleures performances que les autres indices en dépit des anticipations d'une trajectoire de politique monétaire plus abrupte.

Sur les marchés des produits à revenu fixe de la zone euro, les écarts de rendement ont continué de se creuser, les marchés réévaluant la trajectoire future de la politique monétaire. En dépit de conditions de liquidité difficiles et d'une volatilité élevée, ni les marchés des obligations souveraines ni ceux des obligations d'entreprises n'ont connu de variations excessives. Toutefois, on a observé de nettes différences selon les émetteurs. Les écarts de rendement ont enregistré les hausses les plus importantes en Italie et en Grèce, où les ratios dette/PIB sont les plus élevés, ainsi que pour les émetteurs privés à haut rendement, pour lesquels le risque de crédit est le plus important. Les écarts de rendement se sont moins creusés en Espagne et au Portugal ainsi que pour les émetteurs privés bien notés (*investment grade*).

Même si les anticipations d'un durcissement de la politique monétaire se sont renforcées presque partout, l'euro s'est apprécié de manière visible vis-à-vis des devises de nombreuses économies avancées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril. Le dollar américain a constitué l'exception la plus notable.

La dépréciation marquée et persistante de l'euro vis-à-vis du dollar américain, principale devise de facturation des importations de pétrole, a eu des effets tangibles et immédiats sur l'inflation, et donc sur les anticipations d'inflation. Depuis mai 2021, les prix du pétrole ont augmenté de 88 % exprimés en dollars, mais de 111 % exprimés en euros. Dans le même temps, la communication de la BCE depuis le début de l'année a constitué un contrepoids aux pressions à la baisse sur l'euro qui a résulté principalement de l'action vigoureuse du Système fédéral de réserve.

Au total, les perspectives relatives à l'inflation et donc à la politique monétaire restent un déterminant essentiel des prix des actifs dans un avenir prévisible. Dans ce contexte, le regain de volatilité reflète naturellement la découverte des prix, dans un environnement où il est plus difficile pour les banques centrales de fournir des indications claires sur la trajectoire future, compte tenu de l'incertitude entourant les perspectives en matière de politique monétaire.

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 tout d'abord de l'environnement international, les échanges internationaux de biens ont connu un ralentissement significatif au premier trimestre 2022. Les données les plus récentes pour mars ont montré que la contraction est largement liée aux évolutions en Chine. Les mesures de confinement ayant été maintenues dans ce pays au deuxième trimestre, il est probable que le ralentissement de la dynamique du commerce mondial persistera. La guerre en Ukraine et le confinement en Chine ont interrompu l'atténuation des tensions sur l'offre au niveau mondial en mars. Dans la zone euro, l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux délais de livraison s'est détérioré en mars, mais une certaine amélioration a été observée en mai.

En ce qui concerne les taux de change, l'euro s'est légèrement affaibli vis-à-vis du dollar, tandis qu'il s'est légèrement apprécié en termes effectifs nominaux depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril. Les prix du pétrole ont sensiblement augmenté depuis la réunion d'avril. Les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont été par conséquent basées sur des prix du pétrole plus élevés, mais la pente de la courbe des contrats à terme est restée négative. Les prix des autres matières premières se sont modérés depuis la réunion, les prix du gaz, des métaux et des produits alimentaires s'inscrivant en baisse. Dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, la croissance mondiale a été significativement revue à la baisse, la projection pour 2022 revenant de 4,1 % à 3,0 %. Le fait que la croissance attendue soit plus faible a entraîné une révision à la baisse de la demande étrangère adressée à la zone euro, en particulier sur 2023.

S'agissant de la zone euro, la croissance du PIB s'est établie à 0,6 % au premier trimestre 2022, selon la dernière estimation d'Eurostat. Toutefois, en excluant l'Irlande, la croissance du PIB de la zone euro est ressortie à 0,3 % seulement. La demande intérieure a apporté une contribution négative à la croissance de la zone euro, dans le contexte des confinements imposés au début du trimestre et du déclenchement de la guerre en Ukraine.

Les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème ont révisé à la baisse le profil trimestriel du PIB, tout en continuant d'intégrer une reprise significative au cours de l'été et au

quatrième trimestre. Les estimations à court terme sont soumises à une forte incertitude pour le reste de l'année. Les projections se sont généralement situées dans la fourchette des outils de prévision à court terme disponibles, mais avec une fourchette d'estimations large en raison de l'incertitude élevée. Les indicateurs relatifs à l'incertitude ont fortement augmenté après le déclenchement de la guerre, en particulier pour le secteur manufacturier et, dans une moindre mesure, pour les services. L'indicateur composite des directeurs d'achat (PMI) est resté supérieur à 50, mais l'indice PMI pour la production manufacturière a fléchi et celui relatif à l'activité dans le secteur des services a augmenté.

S'agissant de la consommation privée, les ménages ressentent de plus en plus la contraction de leurs revenus réels provoquée par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. L'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) a montré que les ménages ne s'attendent pas à pouvoir maintenir leur consommation en termes réels. L'enquête a également mis en évidence une diminution des flux d'épargne.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel a été affecté par une forte hausse des coûts des intrants. Le secteur de la construction utilise des matériaux qui dépendent de matières premières importées. En conséquence, les pénuries de matériaux et d'équipements ont continué de s'accumuler dans le secteur de la construction. La hausse des coûts de construction devrait mettre un frein à la croissance de l'investissement immobilier résidentiel. L'enquête sur les anticipations des consommateurs indique que l'immobilier résidentiel est perçu comme un investissement moins attractif. L'incertitude élevée devrait peser sur l'investissement dans ce secteur au cours de l'année.

Les données relatives à la production de biens d'équipement ont montré une reprise significative fin 2021, avec le rebond de la production automobile. Toutefois, après le déclenchement de la guerre, la production dans le secteur a peu progressé.

Le solde des échanges de biens de la zone euro s'est détérioré en raison de l'augmentation du coût de l'énergie et des produits alimentaires importés. La balance commerciale globale a enregistré une détérioration de quelque 4 points de pourcentage depuis début 2021, dont 2,5 points de pourcentage environ sont liés au solde pour l'énergie et les produits alimentaires. Cela traduit le coût en termes de revenu réel lié au fait de devoir payer plus cher les produits achetés au reste du monde.

Les perspectives favorables pour le troisième trimestre s'expliquent principalement par le tourisme, de loin le secteur le plus fortement touché par la pandémie. Tous les indicateurs disponibles vont dans le sens d'une reprise très vigoureuse, les anticipations relatives à la demande au cours des mois d'été étant nettement supérieures à leurs niveaux d'avant la pandémie.

S'agissant du marché du travail, les données laissent penser que la reprise très satisfaisante s'est poursuivie au premier trimestre 2022. La croissance de l'emploi est globalement cohérente avec un retour à la relation observée avant la pandémie entre le PIB et l'emploi, après la rupture causée par la pandémie et les mesures de soutien mises en place. Cela signifie également que la reprise de

l'activité économique explique actuellement l'essentiel du redressement de l'emploi. Le taux de chômage a de nouveau diminué en avril, en particulier dans des pays comme l'Espagne, où la reprise du tourisme a contribué à créer des emplois. Les données d'enquêtes continuent de signaler des évolutions favorables sur le marché du travail.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème ont intégré un nombre important de nouvelles mesures de soutien liées à la guerre et à la compensation des hausses des prix de l'énergie. Ces nouvelles mesures représentent environ 1 % du PIB pour la zone euro dans son ensemble, le chiffre variant selon les pays. La croissance du PIB devrait recevoir un soutien principalement en 2022, le retrait de certaines des mesures étant prévu plus tard sur l'horizon de prévision. Leur impact sur l'inflation devrait être orienté à la baisse en 2022 et s'inverser en grande partie en 2023, en raison du caractère temporaire des mesures de compensation de l'énergie. En ce qui concerne les soldes budgétaires de la zone euro, une réduction progressive du déficit continue d'être attendue, même si les nouvelles projections font état de progrès plus lents que prévu en mars. Néanmoins, grâce à la hausse du PIB nominal, il est toujours prévu que le ratio dette/PIB diminue en dépit de paiements d'intérêts plus élevés.

S'agissant des dernières évolutions de l'inflation, l'inflation totale a continué d'augmenter en mai, l'énergie apportant de nouveau la contribution la plus importante. Toutes les catégories relatives à l'énergie, et pas seulement le carburant ont été des facteurs importants à l'origine de l'évolution de la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, les contributions de toutes les catégories de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) se sont accrues. Les résultats enregistrés en mai pour la hausse de l'IPCH total et pour celle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ont été supérieurs aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Même si des erreurs de prévision ont porté sur toutes les composantes, la plus importante a concerné la hausse des prix des produits alimentaires.

L'intensification des tensions en amont de la chaîne des prix a été l'une des raisons de la révision à la hausse des projections d'inflation pour 2023 et, dans une certaine mesure, pour 2024. Les tensions en amont peuvent prendre un certain temps pour se transmettre à l'inflation totale, mais l'une des principales incertitudes tient au fait que la transmission pourrait actuellement être plus rapide en raison de l'ampleur de l'accentuation de ces tensions. Dans le même temps, une transmission plus rapide pourrait également signifier une période d'ajustement plus courte par la suite, de sorte qu'elle pourrait entraîner un effet plus fort sur l'inflation à court terme, mais un effet plus faible une fois le niveau des prix ajusté.

L'inflation sous-jacente (*core*) a nettement augmenté. Parmi ses composantes, il est nécessaire de poursuivre l'analyse de celles qui s'inscrivent en hausse. Il est souvent arrivé que toutes les composantes de l'inflation sous-jacente augmentent en même temps, ce qui peut être décrit comme une poussée d'inflation générale. En revanche, l'inflation sous-jacente actuelle est essentiellement

caractérisée par de nombreuses variations des prix relatifs résultant de la réouverture de certains secteurs.

S'agissant de la hausse des prix des biens, l'analyse montre que les prix de l'énergie et les goulets d'étranglement représentent, respectivement, 0,8 point de pourcentage et 1 point de pourcentage de la hausse. Toutefois, l'augmentation des prix des biens pourrait aussi avoir été affectée par la transition verte. La reprise de la demande intérieure a également joué un rôle. La hausse des prix des services n'a pas évolué de la même manière dans tous les secteurs. Les secteurs à forte intensité de contact ont apporté la contribution la plus importante à la hausse des prix des services. Les secteurs des services sensibles aux évolutions des prix du pétrole ont également enregistré une forte augmentation de leurs contributions à la hausse des prix des services, ce qui donne à penser que l'énergie a également des effets indirects significatifs sur l'inflation dans les services. Globalement, la réouverture de l'économie et les hausses des prix de l'énergie expliquent en grande partie la dynamique de la hausse des prix des services.

S'agissant des salaires, la croissance des salaires négociés a connu une forte accélération au premier trimestre, principalement en raison de paiements ponctuels. Si l'on exclut ces paiements, la hausse a été nettement plus modérée. L'outil prospectif de suivi des salaires pour la zone euro, qui agrège les données de quatre des cinq plus grandes économies de la zone euro, indique que la croissance des salaires obtenue sur la base de ce qui a été négocié cette année et qui couvre également l'année prochaine est de l'ordre de 3 % en 2022 et de 2,6 % en 2023. Cela représente une augmentation par rapport au chiffre actuel pour les salaires négociés, mais cette augmentation est nettement inférieure à ce que les services de l'Eurosystème prévoient en termes de dynamique agrégée des salaires. Selon l'enquête sur les anticipations des consommateurs, les anticipations relatives aux salaires sont restées contenues.

Si l'on examine la manière dont les entreprises ont fait face à la forte hausse des coûts, les bénéfices par unité de production ont nettement diminué au premier trimestre 2022, après avoir augmenté régulièrement en 2021. Cela semble suggérer que les bénéfices par unité de production ont dû absorber l'augmentation des coûts des intrants. La dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement a indiqué – sur la base des réponses qualitatives – que les entreprises de la plupart des secteurs prévoient d'augmenter leurs prix de vente au cours des douze prochains mois.

Cela s'applique, en particulier, aux secteurs qui ont connu les augmentations de coûts les plus fortes, à savoir la construction, l'industrie et le commerce, tandis que la part des participants qui s'attendent à des augmentations plus fortes dans les services a été plus faible.

S'agissant des hypothèses retenues dans les projections de juin réalisées par les services de l'Eurosystème, M. Lane a noté que le prix du pétrole est près de 40 % plus élevé que dans les projections de décembre 2021. Dans le même temps, le taux de change de l'euro pondéré des échanges commerciaux pour 2022 est actuellement plus faible de 1,4 %, tandis que le taux de change

contre dollar américain est quatre fois plus faible que le taux de change pondéré des échanges commerciaux. Pour 2022, les rendements à long terme et à court terme sont également supérieurs aux prévisions de décembre dernier, de 116 points de base et de 44 points de base respectivement. Les évolutions du prix du pétrole et des taux de change ont joué un rôle majeur dans les erreurs de prévision de l'inflation, mais le taux d'inflation aurait été encore plus élevé sans le resserrement des hypothèses intervenu en 2022. Les projections de juin réalisées par les services de l'Eurosystème contiennent également une multitude d'analyses de sensibilité et un scénario baissier. Cela a permis de rendre compte des non-linéarités.

S'agissant des évolutions financières, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril, les taux sans risque de la zone euro ont encore augmenté, les intervenants de marché ayant révisé leurs anticipations d'un resserrement plus précoce de la politique monétaire. Toutefois, la correction de la courbe des taux à terme permettant de tenir compte des primes de risque donne des indications semblables à celles de la dernière enquête auprès des analystes monétaires. Il est important de noter qu'une forte hausse et une pentification des taux d'intérêts réels ont pu être observés au cours de l'année 2022. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 15 et 16 décembre, s'agissant de la structure par terme des taux à terme réels, on observe une hausse de 1,5 point de pourcentage de ces taux sur la partie très longue de la courbe pour le taux à un an dans neuf ans. Pour les contrats à terme à plus de deux ans, les taux réels ont augmenté d'environ 1 point de pourcentage ou plus.

S'agissant des anticipations d'inflation, celles qui ressortent de l'enquête auprès des analystes monétaires, qui étaient précédemment tombées au-dessous de 2 % pour 2024, devraient désormais s'établir durablement à 2 % à partir de 2024. Cette enquête est donc en phase avec le point de vue selon lequel l'inflation reviendrait à un niveau proche de la cible en 2024 et s'y stabiliserait. Les mesures de compensation de l'inflation extraites d'instruments de marché prévoient toujours un pic d'inflation à très court terme et, par la suite, une baisse sur l'ensemble des échéances. Les effets sur le niveau des prix sont durables, mais les intervenants de marché envisagent toujours une importante réduction de la dynamique de l'inflation.

En dépit d'un léger recul récent, les mesures à plus long terme de la compensation de l'inflation, telles que le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans, ont temporairement nettement dépassé la cible depuis la précédente réunion. Les estimations des anticipations d'inflation à proprement parler à un horizon de cinq ans dans cinq ans – obtenues en éliminant les primes de risque sur l'inflation des données de marché brutes – ont également augmenté récemment. Ces estimations, y compris celles issues de modèles à moyennes inconditionnelles variables dans le temps (*models with a shifting endpoint*), sont désormais plus proches de 2 % – mais toujours inférieures à ce chiffre – dans un contexte de forte incertitude liée aux modèles. Compte tenu du

traitement des primes de risque, l'anticipation d'une inflation qui devrait revenir à sa cible reste le narratif retenu. Toutefois, la prime de risque sur l'inflation rend compte des risques à la hausse.

S'agissant des anticipations de hausse des prix à la consommation à trois ans, l'enquête d'avril de la BCE sur les anticipations des consommateurs indique une légère baisse depuis mars, la médiane revenant de 2,9 % à 2,7 %. En mai, une nouvelle légère baisse a été enregistrée, à 2,5 %. Dans le même temps, les résultats indiquent un regain d'incertitude.

Concernant les prêts aux entreprises et aux ménages, les flux sont restés positifs. La croissance du crédit aux entreprises est restée positive, mais s'explique en partie par le fait que les entreprises se sont détournées des émissions d'obligations, devenues plus coûteuses que les emprunts bancaires. Pour les ménages, le tableau est mitigé, puisque les crédits à la consommation se sont légèrement redressés, sans toutefois retrouver le niveau d'avant la pandémie. Toujours est-il que, dans l'ensemble, les ménages disposent encore d'une épargne importante.

S'agissant des coûts de financement, jusqu'à présent, les taux des prêts bancaires et les conditions de crédit ont été dans l'ensemble isolés de la hausse des taux du marché. Cette situation s'explique par des taux de dépôt restés bas et un financement par les dépôts facilement accessible, les ménages détenant encore des encours importants sous forme de dépôts.

Les taux hypothécaires ont davantage augmenté dans certains pays, affichant une certaine corrélation avec les rendements souverains et les taux des dépôts bancaires, bien qu'il n'y ait pas encore eu de répercussion significative. Jusqu'à présent, aucun signe fort de ralentissement important des prêts hypothécaires n'a été observé, mais la situation pourrait évoluer rapidement, puisque certains pays ont déjà enregistré des évolutions significatives des taux hypothécaires.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a souligné que la hausse de l'IPCH s'est encore accentuée pour s'établir à 8,1 % en mai, contre 7,4 % en avril. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est passée de 3,5 % en avril à 3,8 % en mai. Ce taux plus élevé reflète une hausse des prix des biens industriels non énergétiques, de 3,8 % à 4,2 %, et des prix des services, de 3,3 % à 3,5 %. Jusqu'à présent, la croissance des salaires négociés dans la zone euro était restée modérée, surtout si on exclut les paiements ponctuels. Le suivi prospectif des salaires, qui intègre les derniers accords salariaux, montre une accentuation de la hausse des salaires nominaux, mais toujours à un rythme modéré. La formation des salaires mérite néanmoins un suivi attentif, en particulier dans un contexte où le marché du travail est plus tendu et où certains pays ont entrepris de relever le salaire minimum.

Dans les projections de juin réalisées par les services de l'Eurosystème, la trajectoire future de l'inflation totale a été nettement révisée à la hausse, en particulier pour le court terme. Ces projections

indiquent que l'inflation restera à un niveau élevé indésirable encore un certain temps. Sur l'horizon de projection, la croissance des salaires devrait désormais atteindre des niveaux bien supérieurs à sa moyenne historique. L'inflation mesurée par l'IPCH devrait s'établir à 6,8 % en 2022 (soit 1,7 point de pourcentage au-dessus des projections de mars réalisées par les services de la BCE), avant de revenir à 3,5 % en 2023 (1,4 point de pourcentage de plus), puis à 2,1 % en 2024 (0,2 point de pourcentage de plus). Cela signifie que pour la dernière année de l'horizon de projection, l'inflation totale devrait être légèrement supérieure à la cible. Le recul sur l'horizon de projection reflète la modération des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires, intégrée dans les prix actuels des contrats à terme, la dissipation des effets de la pandémie, une atténuation progressive des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la normalisation de la politique monétaire.

L'augmentation de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a également été révisée à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection. L'inflation devrait désormais s'établir à 3,3 % en 2022 (en hausse de 0,7 point de pourcentage par rapport aux projections de mars réalisées par les services de la BCE), à 2,8 % en 2023 (en hausse de 1,0 point de pourcentage) et à 2,3 % en 2024 (en hausse de 0,4 point de pourcentage). La révision reflète la réouverture en cours de l'économie, en particulier dans certains services, la résurgence de certaines perturbations de l'approvisionnement, les tensions sur les marchés du travail et une accélération de la croissance des salaires. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente (*core*) devrait diminuer sur l'horizon de projection en raison de la dissipation des effets de la pandémie, de l'atténuation des goulets d'étranglement et de la contribution indirecte du ralentissement de la forte hausse actuelle des prix de l'énergie. L'hypothèse selon laquelle les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées solidement ancrées et le niveau croissant des taux d'intérêt de marché sur l'ensemble de l'horizon de projection ont également contribué à un recul durable de l'inflation totale pour atteindre la cible de la BCE d'ici fin 2024.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme issues des marchés financiers et tirées d'enquêtes auprès d'experts se sont établies autour de 2 %. Cela étant, les premiers signes de révision de ces mesures à un niveau supérieur à la cible doivent être surveillés de près.

Les risques entourant les projections d'inflation sont principalement orientés à la hausse, en particulier pour 2022 et 2023. En ce qui concerne les perspectives d'inflation à moyen terme, les risques comprennent une détérioration prolongée de la capacité de production de l'économie, des prix de l'énergie et des produits alimentaires plus élevés, une hausse des anticipations d'inflation à plus long terme au-dessus de la cible de la BCE et des augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Toutefois, si la demande s'affaiblit à moyen terme, les tensions sur les prix s'atténueront.

S'agissant des prévisions de croissance formulées dans les projections de juin des services de l'Eurosystème, des forces opposées ont entraîné une nette révision à la baisse de la croissance du PIB en volume pour 2022 et 2023. La croissance du PIB en volume devrait ressortir à 2,8 % en 2022 (0,9 point de pourcentage de moins que dans les projections de mars des services de la BCE) et

à 2,1 % en 2023 (0,7 point de pourcentage de moins). Toutefois, une croissance plus forte, à 2,1 %, est attendue en 2024 en raison des effets de rattrapage (0,5 point de pourcentage de plus que dans les projections de mars de la BCE). Au total, les révisions impliquent un niveau de PIB moins élevé sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre en Ukraine demeure un important risque à la baisse pesant sur la croissance. La persistance de perturbations dans l'approvisionnement de la zone euro en énergie constituerait notamment une menace majeure, comme l'indique le scénario baissier des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. En outre, une éventuelle aggravation de la guerre pourrait entraîner une détérioration du climat économique et un accroissement des contraintes pesant sur l'offre, tandis que les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient rester durablement plus élevés que prévu.

Les marchés ont intégré une séquence de relèvements des taux directeurs de la BCE. Les hausses des taux sans risque ont été amplifiées dans les rendements des obligations souveraines et des obligations du secteur des entreprises dans la zone euro, tandis que les taux débiteurs bancaires commencent également à augmenter. La baisse des prix des actions a également contribué à un durcissement des conditions financières.

Sur la base de cette évaluation actualisée, il est approprié d'adopter de nouvelles mesures de normalisation de la politique monétaire :

Premièrement, le Conseil des gouverneurs devrait annoncer l'arrêt, à compter du 1^{er} juillet, des achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP). Cette annonce serait cohérente avec la communication qui a fait suite aux réunions de mars et d'avril et en phase avec le séquençage annoncé, constituant ainsi l'action préalable ouvrant la voie à un premier relèvement des taux lors de la réunion de juillet. En outre, le Conseil des gouverneurs devrait réaffirmer et actualiser sa *forward guidance* concernant la longueur de l'horizon pour les réinvestissements en totalité dans le cadre de l'APP. Plutôt que d'évoquer la nécessité de maintenir « des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire », termes qu'il a employés jusqu'à présent concernant la période de réinvestissement, le Conseil des gouverneurs devrait affirmer la nécessité de garantir « les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire ».

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs devrait indiquer qu'il juge les conditions de sa *forward guidance* sur le relèvement des taux directeurs de la BCE comme étant remplies. La première condition de la *forward guidance* est le constat d'une inflation atteignant la cible de 2 % bien avant la fin de l'horizon de projection. La deuxième condition est le constat d'une inflation se stabilisant durablement à ce niveau sur le reste de l'horizon de projection. Or, d'après les projections de juin des

services de l'Eurosystème, l'inflation devrait dépasser la cible dans une large mesure en 2023 et plus modérément sur une grande partie de 2024.

La troisième condition stipule que les progrès effectifs de l'inflation sous-jacente doivent être jugés suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. Les données les plus récentes confirment le renforcement et l'élargissement de la dynamique de l'inflation sous-jacente. Premièrement, l'inflation sous-jacente (*core*) devrait être supérieure à la cible sur l'intégralité de l'horizon de projection – tout en s'inscrivant sur une trajectoire baissière.

Deuxièmement, de nombreux filtres statistiques, utilisés pour extraire le facteur commun sous-jacent et une tendance temporelle expliquant les variations de prix de manière transversale et dans la durée, suggèrent que la dynamique d'inflation ne devrait pas retrouver sa configuration pré-pandémique, inférieure à la cible. Troisièmement, les derniers accords salariaux confirment également un renforcement de la tendance compatible avec une stabilisation de l'inflation à sa cible à moyen terme.

Par conséquent, et conformément au séquençage de la politique de la BCE, le Conseil des gouverneurs devrait exprimer son intention d'augmenter les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base lors de sa réunion de politique monétaire de juillet. Le Conseil des gouverneurs devrait également déclarer qu'il prévoit un nouveau relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE en septembre et indiquer que l'ampleur de ce relèvement dépendra des perspectives actualisées concernant l'inflation à moyen terme.

Plusieurs facteurs justifient le signal d'un premier relèvement des taux prévu en juillet de 25 points de base. Premièrement, une première hausse modérée des taux favorisera très probablement la poursuite d'un ajustement ordonné des marchés dans un contexte de forte incertitude.

Deuxièmement, les anticipations d'inflation à plus long terme restent ancrées à la cible de la BCE. Troisièmement, sur la base d'une courbe des rendements reflétant les anticipations sous-jacentes d'une séquence progressive, mais durable de relèvement des taux en 2022 et en 2023, l'inflation devrait revenir à un niveau proche de sa cible en 2024. Quatrièmement, faire preuve de clarté quant à la fonction de réaction de la BCE constitue la manière la plus efficace de gérer les risques à la hausse pesant sur l'inflation à moyen terme. Cela signifie informer que des relèvements plus importants ou une séquence plus rapide de hausses modérées des taux seront appropriés si ces risques s'intensifient ou se matérialisent. Compte tenu des projections actuelles et du degré élevé d'incertitude, un premier relèvement plus important à titre préventif risquerait d'entraîner des ajustements excessifs des taux d'intérêt de marché. Cela pourrait être contre-productif, en particulier si les risques à la hausse ne se matérialisent pas. En outre, du point de vue de la dynamique d'inflation, qui dans tous les cas ne serait impactée qu'avec un décalage considérable, reporter à une réunion ultérieure un relèvement plus important des taux ne ferait pas de grande différence.

Au vu de ces considérations, un relèvement de 25 points de base constitue une première étape proportionnée. De plus, ouvrir la voie à un relèvement plus important en septembre permettrait

également au Conseil des gouverneurs de bénéficier d'un ensemble actualisé de projections et d'observer l'impact du premier relèvement des taux sur les conditions financières au cours de l'été. Cette approche par étapes de l'ajustement des taux d'intérêt au cours du troisième trimestre serait le signe d'une détermination à sortir rapidement de la politique de taux négatifs, tout en réaffirmant également la valeur de l'optionnalité dans un contexte marqué par de multiples sources de risque. D'une manière plus générale, le Conseil des gouverneurs devrait énoncer clairement que la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs dépendra des données et qu'elle sera déterminée par son engagement à stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme.

Au-delà du troisième trimestre, le Conseil des gouverneurs devrait indiquer que, sur la base de son évaluation actuelle, une séquence progressive, mais durable de hausses supplémentaires des taux d'intérêt serait appropriée. Le rythme auquel le Conseil des gouverneurs ajustera sa politique monétaire dépendra des données à venir et de son évaluation de la trajectoire d'inflation à moyen terme. Si les perspectives d'inflation à moyen terme devaient se détériorer, le rythme de relèvement des taux s'accélèrera. De la même manière, si ces perspectives devaient se modérer, le rythme de relèvement des taux se ralentira. Tout au long de ce processus, progressivité, flexibilité, optionnalité et dépendance vis-à-vis des données seront des éléments importants à prendre en considération pour déterminer la trajectoire des taux d'intérêt. La probabilité des différents scénarios dépendra – entre autres facteurs – de la rapidité avec laquelle les tensions actuelles sur les prix s'atténuent, de l'évolution des capacités excédentaires et du degré auquel les anticipations d'inflation continuent de rester ancrées à la cible de la BCE.

Enfin, le Conseil des gouverneurs devrait confirmer que, comme annoncé précédemment, les conditions particulières applicables dans le cadre des TLTRO III prendront fin le 23 juin 2022.

Le plan séquentiel présente un intérêt à plusieurs points de vue.

Premièrement, l'arrêt des achats nets d'actifs avant le relèvement des taux éviterait que les instruments de politique monétaire de la BCE agissent en sens opposés, atténuant ainsi la volatilité et réduisant le plus possible les risques pour la stabilité financière. Le fait d'avancer par séquences permettrait au Conseil des gouverneurs d'observer comment le marché s'ajuste à l'arrêt des achats nets d'actifs, étape charnière du processus de normalisation de la politique monétaire.

Deuxièmement, ce qui importe le plus pour l'orientation de la politique monétaire, ce n'est pas tant le niveau actuel du taux d'intérêt au jour le jour que les prévisions relatives à la trajectoire de ce taux au cours des prochains mois et des prochaines années. Un premier relèvement modéré des taux aurait comme avantage supplémentaire de favoriser un ajustement ordonné des conditions de financement, ce qui réduirait la volatilité.

Enfin, la flexibilité permettrait au Conseil des gouverneurs de garantir une transmission sans heurt et harmonieuse de la politique monétaire de la BCE dans l'ensemble de la zone euro durant le processus de normalisation de cette politique.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs devrait également profiter de la présente réunion pour examiner son évaluation semestrielle de la relation entre politique monétaire et stabilité financière. Sur la base des éléments disponibles, du point de vue de la stabilité financière, l'environnement s'est détérioré depuis décembre 2021 – période sous revue la plus récente – notamment sur le court terme. En particulier, le ralentissement de la croissance, l'accentuation des tensions sur les coûts et la hausse des taux sans risque et des rendements obligataires souverains pourraient entraîner une nouvelle dégradation des conditions de financement pour les emprunteurs, notamment dans certains pays. Dans le même temps, le durcissement des conditions de financement pourrait atténuer certaines vulnérabilités existantes qui pèsent sur la stabilité financière à moyen terme. Les banques, dont les fonds propres étaient solides et la qualité des actifs en voie d'amélioration en début d'année, sont désormais confrontées à un risque de crédit plus élevé. Le Conseil des gouverneurs suivra de près l'évolution de ces facteurs. Quoi qu'il en soit, la politique macroprudentielle reste la première ligne de défense pour préserver la stabilité financière et faire face aux vulnérabilités à moyen terme.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle la dynamique du commerce mondial s'est nettement ralentie au premier trimestre 2022, principalement du fait des évolutions en Chine. La guerre en Ukraine et le confinement en Chine ont stoppé l'atténuation progressive des tensions sur l'offre à l'échelle mondiale qui avaient débuté fin 2021. À cet égard, il est important de suivre les données les plus récentes pour y déceler des signes de reprise de cette atténuation. Dans le même temps, la préoccupation a été exprimée que de fortes hausses de l'inflation étaient observées dans de nombreuses zones économiques. Les membres du Conseil ont toutefois constaté des différences importantes, les tensions sur les prix aux États-Unis étant davantage liées à une surchauffe de la demande intérieure, et celles dans la zone euro reflétant dans une plus large mesure l'inflation importée.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, l'activité devrait être freinée par les coûts élevés de l'énergie, par la détérioration des termes de l'échange, par le regain d'incertitude et par l'impact

défavorable de la forte inflation sur le revenu disponible. Les entreprises sont confrontées à une hausse de leurs coûts et à de nouvelles perturbations de leurs chaînes d'approvisionnement, et leurs perspectives de production se sont détériorées. D'autres facteurs soutiennent cependant l'activité économique, et ces facteurs devraient se renforcer dans les mois à venir. 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 soutenir les revenus et la consommation. Le chômage demeure à son point bas historique de 6,8 % enregistré en avril et les postes vacants dans de nombreux secteurs font état d'une demande de travail robuste. Par ailleurs, l'épargne accumulée pendant la pandémie constitue un amortisseur. Les membres du Conseil ont souligné que la croissance économique et l'emploi étaient demeurés étonnamment robustes étant donné l'amplitude des chocs d'offre. L'attention a été attirée sur le fait que la croissance trimestrielle du PIB en volume de la zone euro plus élevée que prévu au premier trimestre de l'année résultait dans une large mesure d'une plus forte contribution des variations de stocks qui se dissipera probablement. La demande intérieure hors variations de stocks s'est contractée au premier trimestre.

S'agissant des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, la question a été soulevée de savoir si les hypothèses qui sous-tendent le scénario de référence n'étaient pas trop favorables en termes d'impact des sanctions et de la guerre. Des doutes ont également été exprimés concernant l'hypothèse, formulée dans ces mêmes projections, que le taux d'épargne se résorberait dans une moindre mesure et n'impliquait plus de réduction de l'épargne précédemment accumulée. La question a également été soulevée de savoir si les consommateurs commenceraient à puiser plus abondamment dans leur épargne pour faire face à la perte de pouvoir d'achat ou s'ils réalloueraient leur épargne à l'acquisition d'actifs réels.

Les membres du Conseil ont largement salué la résilience du marché du travail. Cela signifie que l'écart de chômage va se refermer beaucoup plus tôt que l'écart de production ce qui est étonnant dans la mesure où le marché du travail constitue généralement un indicateur retardé. L'observation a été faite que la taille de l'écart de production a été significativement revue à la baisse, alors que la production potentielle n'a pratiquement pas fait l'objet d'une révision en dépit des chocs d'offre supplémentaires ; par conséquent, les membres du Conseil supposent que l'écart de production pourrait aussi être moins important et se refermer plus rapidement. Dans le même temps, il a été affirmé que la bonne tenue actuelle du marché du travail reflétait plusieurs facteurs – comme l'emploi public, les emplois temporaires et les dispositifs de maintien dans l'emploi – qui rendaient improbable que cette situation perdure. Cela implique un risque que l'emploi finisse par se détériorer.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur les risques à la baisse pour l'activité économique anticipés à court terme dans les projections des services de l'Eurosystème. Les risques liés à la pandémie ont diminué, mais la guerre en Ukraine demeure un important risque à la baisse pesant sur la croissance. En particulier, de nouvelles perturbations de l'approvisionnement en énergie

de la zone euro constitueraient un risque majeur, comme le reflète le scénario baissier des projections établies par les services de l'Eurosystème. En outre, une éventuelle aggravation de la guerre pourrait entraîner une détérioration du climat économique et un accroissement des contraintes pesant sur l'offre, tandis que les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient rester durablement plus élevés que prévu. Dans ce contexte, il a été souligné que les risques à la baisse n'étaient pas seulement liés aux chocs négatifs sur les coûts, mais également à l'impact de l'incertitude sur la demande. En outre, le risque existe toujours d'une possible résurgence de la pandémie. Si les perspectives de croissance à moyen terme semblent équilibrées en termes de risques, les prochains trimestres connaîtront une croissance faible et il convient de garder à l'esprit le risque d'une récession technique. Cependant, il a été considéré de manière générale qu'une stagflation était peu probable.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les politiques budgétaires contribuaient à atténuer l'impact de la guerre. Des mesures budgétaires ciblées et temporaires protègent les personnes les plus affectées par la hausse des prix de l'énergie tout en limitant le risque d'alimenter les tensions inflationnistes. La mise en œuvre rapide des plans d'investissement et de réformes structurelles prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU*, du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » et du plan *REPowerEU* favoriserait aussi un renforcement durable de la croissance dans la zone euro et consoliderait la capacité de l'économie à faire face aux chocs mondiaux. Il a été suggéré que les mesures budgétaires destinées à compenser les prix élevés de l'énergie seraient probablement maintenues si les prix de l'énergie restaient élevés. Dans le même temps, le maintien du soutien budgétaire aura, quoi qu'il en soit, des conséquences négatives sur la dette publique. À cet égard, il a été souligné que les mesures budgétaires n'étaient pas toutes bien ciblées ni temporaires.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation s'est encore accélérée, pour atteindre 8,1 % en mai. Même si les pouvoirs publics sont intervenus pour atténuer la hausse des prix de l'énergie, ceux-ci ont augmenté de 39,2 % par rapport à leurs niveaux de 2021. Les indicateurs tirés d'instruments du marché suggèrent que les prix mondiaux de l'énergie demeureront élevés à court terme, mais qu'ils se modéreront dans une certaine mesure ensuite. La hausse annuelle des prix des produits alimentaires est ressortie à 7,5 % en mai, reflétant en partie l'importance de l'Ukraine et de la Russie parmi les principaux producteurs mondiaux de biens agricoles. La hausse des prix s'est aussi généralement accentuée du fait de la nouvelle aggravation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la reprise de la demande domestique, notamment dans le secteur des services, associée à la réouverture de l'économie. Les hausses de prix se généralisent à l'ensemble des secteurs ; par conséquent, les mesures de l'inflation sous-jacente ont encore augmenté. La croissance des salaires, telle qu'elle ressort notamment des indicateurs prospectifs, a commencé à s'accélérer. À terme, le renforcement de l'économie et certains effets de rattrapage devraient entraîner une hausse plus rapide des salaires.

La remarque a été faite que mai était le dixième mois consécutif pour lequel le chiffre de l'inflation avait été sous-estimé. Il a été fait référence au fait que l'actualisation mécanique des projections de juin de l'Eurosystème à l'aide des chiffres de mai impliquait un niveau d'inflation supérieur de 0,3 point de pourcentage pour l'ensemble de 2022. Dans le même temps, l'observation a été faite que la plupart des récentes erreurs de projection relatives à l'inflation pouvaient s'expliquer par les effets directs et indirects des sous-estimations des hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires, plutôt que par un changement de comportement des agents économiques. Ces erreurs peuvent s'expliquer par la difficulté à prévoir les chocs d'offre. Dans le même temps, il a été affirmé que les chocs sur l'énergie et les produits alimentaires étaient plus persistants qu'on ne le pensait précédemment et qu'il ne s'agissait pas seulement d'une conséquence de la guerre en Ukraine, car la dynamique de l'inflation s'était renforcée avant le début du conflit. En outre, il a été souligné que les taux d'inflation relatifs aux services et aux biens industriels non énergétiques étaient également plus élevés que prévu et qu'aucune des hausses de l'inflation sous-jacente (*core*) enregistrées chaque mois de cette année jusqu'à présent n'avait été anticipée. Les tensions inflationnistes résultant de la réouverture du secteur du tourisme, qui avaient été prédominantes dans les chiffres de mai, persisteront probablement au cours des prochains mois avec la réouverture plus large du tourisme.

L'inflation sous-jacente (*core*) a atteint près de 4 % en mai et les différents indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué d'augmenter fortement, pour s'établir entre 3 % et 6 %. Cela indique que les tensions sur les prix se sont généralisées et sont devenues plus persistantes. En termes d'écart absolu, l'écart à la hausse de l'inflation sous-jacente par rapport à la cible d'inflation est actuellement bien plus important qu'il ne l'a jamais été à la baisse pendant la période où la politique monétaire était axée sur les risques de déflation. Il a également été souligné que, selon les projections de juin, l'inflation sous-jacente devrait rester supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon. Dans le même temps, il a été avancé que les mesures de l'inflation sous-jacente doivent être interprétées avec prudence, car elles ont aussi été affectées par des forces transitoires inhabituelles telles que les effets indirects des chocs sur l'énergie, la réouverture et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Par exemple, si les effets indirects des prix de l'énergie étaient exclus des projections d'inflation sous-jacente (*core*), celles-ci ressortiraient à 2,0 % en 2024.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que les évolutions des salaires jouent un rôle central dans les perspectives actuelles d'inflation. Il a été fait référence à l'utilité de l'outil de suivi des salaires, qui apporte un éclairage plus prospectif de la croissance des salaires négociés. Cette mesure a confirmé que les salaires négociés augmentaient d'environ 3-4 %. Cependant, il a été avancé que les paiements ponctuels, à l'origine de la dernière hausse des salaires négociés, ne devaient pas être considérés comme un signe d'effets de second tour et d'amorce de spirales salaires-prix. Dans le même temps, l'outil de suivi des salaires a suggéré que les tensions croissantes sur les marchés du travail commençaient à se traduire par des demandes d'augmentation des

salaires. Il a aussi été fait référence au recours plus important à l'indexation des salaires dans certains pays, qui intervient également dans le contexte de la législation européenne sur le salaire minimum. Cela a été jugé mériter une attention particulière quant à l'émergence potentielle de spirales salaires-prix. Il a par ailleurs été noté que l'outil de suivi des salaires ne tient pas compte des négociations qui n'auront lieu qu'à la fin de l'année et pourraient alors modifier la situation pour l'avenir.

Il a été souligné que, *in fine*, il est nécessaire de regarder au-delà de la croissance des salaires négociés et de prendre en compte tous les éléments ayant une influence sur la croissance effective des salaires. Une certaine prudence a également été exprimée concernant le fait de se limiter à la croissance des salaires nominaux, car, en fin de compte, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est l'indicateur le plus pertinent des tendances d'inflation et cet indicateur n'a affiché qu'une dynamique modérée. À cet égard, la remarque a été faite que la croissance des salaires, quoiqu'actuellement contenue, devrait être légèrement supérieure à la somme de la croissance de la productivité et de la cible d'inflation dans les années à venir. Il a également été souligné que la baisse actuelle des salaires réels pourrait entraîner des tensions sur les salaires nominaux.

Dans leur discussion sur les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, les membres du Conseil ont mis l'accent sur les nouvelles révisions importantes à la hausse des perspectives d'inflation, en particulier en 2022 et 2023, et ont soulevé un certain nombre de questions concernant la trajectoire future de l'inflation. Il a été observé que, dans le scénario de référence actuel, la trajectoire de l'inflation ressemble à celle du scénario défavorable des projections de mars. Il a également été signalé que l'inflation totale n'avait pas été supérieure à 2 % la dernière année de l'horizon de projection depuis 2007, tandis que l'inflation sous-jacente n'a jamais été supérieure à 2 % à cet horizon. Il a été fait référence aux dernières prévisions de l'OCDE, qui indiquent un niveau plus élevé de l'inflation sous-jacente dans la zone euro, qui devrait persister plus longtemps et s'établir à 4 %, en moyenne, en 2022 comme en 2023.

Compte tenu du profil fortement baissier de la trajectoire future de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente (*core*), il a encore une fois été avancé que cela résultait probablement de l'hypothèse que les chocs étaient transitoires et que la dynamique du modèle revenait à la moyenne. Cette convergence « par construction » a négligé la question des chocs défavorables successifs et la possibilité d'une plus grande persistance et/ou d'un comportement non linéaire, qui représentent actuellement les principaux défis pour les perspectives d'inflation.

Compte tenu de la tendance des projections à fortement converger vers la cible au cours de la dernière année de l'horizon, il a été jugé que les projections pour cette année-ci n'ont qu'un contenu informatif limité. En outre, étant donné que l'inflation sous-jacente est également supérieure à l'inflation totale en 2024, cela constitue un signal de risques à la hausse pesant sur l'inflation totale pour 2024 et au-delà, car l'inflation sous-jacente rend généralement compte de composantes plus persistantes de l'inflation, pertinentes pour les tendances à moyen terme. Il a également été rappelé

que, si les logements occupés par leur propriétaire étaient intégralement pris en compte, l'inflation sous-jacente serait probablement encore plus élevée. De plus, la remarque a été faite que, selon les projections de référence, une normalisation de la politique monétaire conforme à la trajectoire de taux actuellement intégrée par les marchés, qui a déjà été incluse dans les hypothèses techniques, ne serait pas suffisante pour ramener l'inflation à 2 % à moyen terme.

Dans le même temps, il a été avancé qu'une succession de chocs d'offre suggérait un allongement, plutôt qu'un raccourcissement de l'horizon pertinent pour la politique monétaire afin de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Il a également été rappelé que l'évaluation stratégique de la BCE menée en 2021 a confirmé que le critère pertinent pour la politique monétaire était l'inflation totale, plutôt que l'inflation sous-jacente. Il a été souligné que, dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, la trajectoire future de l'inflation n'est pas si différente de celle anticipée par de nombreux autres prévisionnistes du secteur privé et par les institutions internationales.

Dans l'ensemble, il a largement été reconnu que l'incertitude est élevée et qu'il est nécessaire de mieux comprendre la transmission du choc d'inflation actuel et sa persistance potentielle en 2023 et 2024. Le scénario de référence dans les projections a été jugé comme potentiellement trop favorable, malgré d'importantes révisions à la hausse des perspectives d'inflation. Le niveau historiquement élevé de l'inflation sous-jacente indique des risques croissants que l'inflation élevée devienne plus ancrée et plus persistante. Les tensions en amont pourraient également continuer de s'accumuler, avec une probabilité accrue que la transmission aux prix à la consommation soit plus forte et plus rapide. Dans le même temps, il a été souligné que des risques existent dans les deux sens et que, dans tous les cas, lorsqu'il examinera les perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs tiendra compte aussi bien du scénario de référence que de la configuration des risques.

S'agissant des hypothèses sous-jacentes aux projections, il a été noté que les prix de l'énergie et des matières premières pourraient être considérés comme susceptibles d'augmenter encore, ou au moins de rester élevés pendant plus longtemps, ce qui contraste avec la trajectoire baissière de la courbe des contrats à terme intégrée dans les projections. Cette hypothèse technique a été l'une des raisons principales des erreurs de prévisions faites par le passé. De plus, des évolutions structurelles telles que le changement climatique pourraient exercer des tensions plus durables sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires. De ce fait, l'inflation totale pourrait dépasser l'inflation sous-jacente dans une bien plus grande mesure que ce qui a été observé historiquement, ce qui accentue les doutes quant à la plausibilité que l'inflation totale revienne à un niveau inférieur à celui de l'inflation sous-jacente en 2024, comme cela a été intégré dans les projections. Sur le plan budgétaire, il a été avancé que les mesures de soutien public pourraient renforcer les tensions inflationnistes si elles s'avéraient moins ciblées et moins temporaires qu'envisagé, dans un contexte de tensions généralement élevées sur les ressources et d'inadéquations entre l'offre et la demande. En outre, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre pourraient s'avérer plus persistants que prévu dans le

scénario de référence. L'attention a été attirée sur le fait que si l'on s'attend à voir s'atténuer les goulets d'étranglement affectant les biens, on observe actuellement l'émergence de goulets d'étranglement affectant les services, qui devraient s'intensifier à mesure que les ménages rééquilibrent leur consommation, en la réorientant des biens vers les services.

Les tensions inflationnistes à moyen terme pourraient également être plus importantes que prévu dans les projections si la croissance économique potentielle subissait des dommages plus durables du fait des chocs d'offre successifs et de la guerre en Ukraine. La fiabilité et la stabilité de la courbe de Phillips ont suscité des interrogations, car l'économie comportementale montre que la psychologie collective peut changer rapidement en présence d'effets de seuil et d'éventuelles non-linéarités. Il a été remarqué que plus l'inflation reste élevée, plus le risque d'effets de second tour est important du fait de la hausse des salaires et/ou de l'augmentation des marges bénéficiaires. Selon les projections, 2024 serait la quatrième année consécutive d'inflation supérieure à 2 %, ce qui suggère des risques croissants d'effets de second tour ou d'ancrage dans le temps d'une inflation élevée. Le pouvoir d'achat des ménages pourrait également s'avérer être plus élevé que prévu dans les projections, qui ont révisé à la hausse le taux d'épargne en anticipation d'une augmentation de l'épargne de précaution. Les projections n'anticipent pas de diminution de l'épargne en termes nominaux – malgré la « désépargne forcée » en termes réels – pour maintenir la consommation face à une inflation plus élevée et non anticipée. Par conséquent, le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix pourrait être plus élevé que prévu et les entreprises pourraient tirer profit de la réouverture actuelle de l'économie pour rétablir leurs marges bénéficiaires et accroître la répercussion des coûts sur les prix à la consommation, au lieu d'absorber l'augmentation des coûts avec des marges moins importantes. Il a également été fait référence à la période suivant la crise financière, pendant laquelle les marges bénéficiaires ont augmenté même en phase de récession dans un grand nombre d'économies de la zone euro dans un contexte de faiblesse des bilans des entreprises.

Dans le même temps, il a été souligné qu'à l'heure actuelle, aucun effet de second tour ni aucune spirale salaire-prix n'ont été observés et que certains éléments indiquent que les revendications salariales des syndicats seront prudentes afin de protéger l'emploi dans un contexte de regain d'incertitude. Cette prudence contribuerait à éviter de compromettre le dynamisme du marché du travail, qui a été source de stabilité des revenus en Europe tout au long de la pandémie.

Bien que les membres du Conseil se soient largement accordés sur le fait que les indicateurs des anticipations d'inflation extraits des instruments de marché sont globalement ancrés autour de la cible, le sentiment s'est imposé qu'il convient de se garder de tout excès de confiance étant donné la difficulté de réancrer les anticipations. Le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation est jugé particulièrement élevé lorsque les anticipations d'inflation s'adaptent aux évolutions récentes. Ce risque est considéré comme de plus en plus susceptible de se matérialiser, car l'inflation mesurée par l'IPCH devrait s'établir au-dessus de 2 %, et en grande partie bien au-dessus de cette valeur,

pendant plus de trois ans. L'accent a été mis sur l'importance des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises, plus directement pertinentes pour les décisions en matière de salaires et de fixation des prix. Plus généralement, il a été souligné que dans toute l'Europe, les préoccupations relatives à une perte de pouvoir d'achat sont très prononcées dans le grand public.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant l'inflation sont principalement orientés à la hausse. En ce qui concerne les perspectives d'inflation à moyen terme, ils comprennent une réduction prolongée de la capacité de production de l'économie, la persistance de prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires, une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de la cible et des augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Toutefois, si la demande s'affaiblissait à moyen terme, les tensions sur les prix s'atténueraient.

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 de marché ont encore augmenté en termes nominaux depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 avril en réponse à l'évolution des perspectives d'inflation et de politique monétaire. Les taux réels à court terme sont demeurés largement négatifs, proches de leurs points bas historiques, mais, dans l'ensemble, la courbe des taux à terme réels a fortement augmenté au cours des derniers mois. La hausse des taux d'intérêt de référence a entraîné un alourdissement des coûts de financement des banques, qui s'est lui-même traduit par une majoration des taux des prêts bancaires, notamment pour les ménages. Cela étant, les prêts bancaires aux entreprises ont augmenté en mars, reflétant la nécessité pour elles de continuer à financer leurs investissements et leur fonds de roulement, dans un contexte d'augmentation des coûts de production, de persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de diminution du recours au financement de marché. Les prêts aux ménages se sont également accrus du fait d'une demande de crédits hypothécaires toujours soutenue. Les banques de la zone euro ont débuté l'année avec des positions de fonds propres solides et une qualité des actifs en voie d'amélioration. Jusqu'à présent, les conditions de financement bancaire pour les ménages et les entreprises sont, dans l'ensemble, demeurées relativement résistantes aux augmentations des taux de marché, malgré des signes croissants indiquant qu'un tournant avait été atteint en ce qui concerne les coûts de l'emprunt bancaire pour les entreprises, après les points bas historiques observés en décembre.

Les conditions financières générales se sont considérablement durcies en raison de la hausse des rendements obligataires et de la baisse des valorisations boursières, tandis que le taux de change de l'euro s'est stabilisé. Dans le même temps, l'aversion au risque a augmenté et les investisseurs sont devenus plus sélectifs, comme le montre la hausse des primes de risque incluses dans les rendements des obligations d'entreprises et des obligations souveraines les moins bien notées. Il a été remarqué que l'ampleur et la rapidité des augmentations récentes des écarts de rendement pour certains pays, sans évolutions majeures des fondamentaux économiques des pays, suggèrent que

d'autres facteurs pourraient jouer un rôle, notamment des non-linéarités, des équilibres multiples et des facteurs de nature politique.

Conformément à la stratégie de politique monétaire adoptée en juillet 2021, le Conseil des gouverneurs a procédé à son évaluation semestrielle approfondie de la relation entre politique monétaire et stabilité financière. Il en ressort que les conditions de la stabilité financière se sont détériorées, surtout à court terme, depuis la dernière évaluation, menée en décembre 2021. Ainsi, le ralentissement de la croissance économique, l'accentuation des tensions sur les coûts et la hausse des taux sans risque et des rendements souverains pourraient se traduire par une nouvelle dégradation des conditions de financement pour les emprunteurs. Dans ce contexte, les membres du Conseil sont convenus que la normalisation de la politique monétaire pourrait affecter la stabilité financière à différents horizons de manières opposées. Le durcissement des conditions de financement pourrait atténuer certaines des vulnérabilités pesant sur la stabilité financière à moyen terme, par exemple dans le secteur de l'immobilier résidentiel. Dans le même temps, lorsque la période prolongée de taux d'intérêt négatifs sera terminée, la normalisation de la politique monétaire pourrait s'accompagner de tensions financières à court terme et d'une fragmentation accrue des conditions financières. En outre, les banques sont confrontées à un risque de crédit plus important dans un environnement de faible croissance et d'incertitude accrue. À l'avenir, ces facteurs devront faire l'objet d'un suivi attentif. Quoi qu'il en soit, la politique macroprudentielle reste la première ligne de défense pour préserver la stabilité financière et faire face aux vulnérabilités à moyen terme.

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 sont convenus que les perspectives d'inflation à moyen terme révisées montrent la nécessité de prendre de nouvelles mesures visant à normaliser la politique monétaire. Les dernières projections des services de l'Eurosystème prévoient, dans le scénario de référence, que l'inflation totale et l'inflation sous-jacente s'établiront au-dessus de 2 % en 2024, et dans l'évaluation des services de l'Eurosystème, les risques pesant sur les projections d'inflation sont orientés à la hausse sur l'ensemble de l'horizon, en particulier pour 2022 et 2023. À cet égard, il convient également de prendre en compte le fait que les projections de référence sont basées sur l'hypothèse que la politique monétaire sera ajustée en fonction des anticipations des marchés à la date d'arrêté des projections, ces anticipations s'étant nettement déplacées vers le haut au cours des derniers mois. Il a été souligné que les mesures appropriées de politique monétaire que prendra le Conseil des gouverneurs dépendront de son évaluation des perspectives d'inflation, qui comprend tant le scénario de référence que l'évaluation des risques. Compte tenu du fait que les projections de référence relatives à l'inflation dépassent la cible de la BCE à l'horizon pertinent, et compte tenu des risques à la hausse importants

et persistants, il a été suggéré que la BCE devait apporter une réponse plus forte que celle qu'impliquent les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt intégrées dans les projections.

Les membres du Conseil ont reconnu qu'il était impératif pour la BCE de préserver sa crédibilité en montrant sa détermination à garantir que l'inflation revienne à sa cible de 2 % à moyen terme. D'une part, la crédibilité de la BCE a récemment été remise en question en raison de l'inflation très élevée, d'erreurs de projection répétées et d'un narratif qui a insisté pendant trop longtemps sur le caractère temporaire des chocs inflationnistes. Une action déterminée est nécessaire pour protéger l'ancrage des anticipations d'inflation et éviter d'importants effets de second tour, l'inflation et les salaires s'alimentant mutuellement. Il a également été avancé que, si l'orientation de la politique monétaire se normalisait trop lentement, la politique monétaire risquait d'accentuer les pressions sur la demande dans un contexte où l'économie se redresse après la pandémie et où les pressions sur les ressources sont déjà élevées. D'autre part, il a été souligné que la crédibilité de la BCE n'est pas remise en question tant que les anticipations d'inflation demeurent ancrées et qu'aucun élément n'indique d'effets de second tour. En outre, la BCE peut se montrer confiante grâce à la réputation qu'elle a acquise en luttant efficacement contre le risque de déflation par le passé. Il a été fait référence aux données d'enquêtes réalisées auprès du grand public, qui ont confirmé que la BCE n'est pas tenue responsable de l'épisode actuel de prix de l'énergie élevés, car le choc est considéré comme principalement lié à l'augmentation des coûts des produits alimentaires et de l'énergie et que la zone euro n'est pas confrontée à une demande excessive. Dans le même temps, toutefois, il est clair que le public attend de la BCE qu'elle prenne des mesures pour être à la hauteur de son mandat de maintien de la stabilité des prix à moyen terme.

Les membres du Conseil se sont globalement accordés sur le fait que la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme issues des marchés financiers et tirées d'enquêtes auprès d'experts restaient largement ancrées au niveau de la cible de la BCE, malgré l'apparition de premiers signes de révisions de ces mesures à un niveau supérieur à la cible. Alors que les risques d'un désancrage s'accroissent depuis un certain temps, il a été avancé que, depuis avril, des évolutions rassurantes ont été observées pour un certain nombre d'indicateurs, dont la stabilisation du taux de change de l'euro. Dans l'ensemble, il a été jugé que, jusqu'à présent, les données restaient compatibles avec un réancrage réussi des anticipations d'inflation autour de la cible de la BCE, conformément à la nouvelle stratégie de politique monétaire annoncée en 2021. Cela justifie un degré raisonnable de confiance de la part du Conseil des gouverneurs.

Dans le même temps, il a été souligné qu'il fallait se garder de tout excès de confiance car, à plus long terme, l'ancrage des anticipations d'inflation ne peut être considéré comme acquis. Certaines mesures des anticipations d'inflation à plus long terme se sont établies à des niveaux supérieurs à la cible d'inflation du Conseil des gouverneurs. De plus, il a été estimé qu'il serait bien plus coûteux de remédier à un désancrage généralisé des anticipations d'inflation une fois qu'il se serait matérialisé

que d'agir de manière préventive. D'une part, il a été avancé que l'expérience acquise dans les années 1970, quand des chiffres d'inflation différents selon les juridictions étaient imputables aux fonctions de réaction différentes des banques centrales, suggère que les banques centrales qui avaient agi plus tôt avaient obtenu de meilleurs résultats en matière d'inflation. D'autre part, il a été soutenu que l'environnement actuel différait de celui des années 1970 sur des points importants, tels qu'une meilleure transparence des banques centrales, des conditions plus faibles de la demande agrégée, un moindre degré de syndicalisation et une prévalence moins forte des clauses d'indexation des salaires.

Décisions et communication de politique monétaire

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que le processus de normalisation de la politique monétaire devait continuer d'être guidé par les quatre principes suivants : n'écarter aucune option, s'appuyer sur les données et agir avec progressivité et flexibilité dans la conduite de la politique monétaire. Diverses opinions ont cependant été exprimées sur la nécessité de la progressivité et sur son interprétation, ainsi que sur la manière de la concilier, en pratique, avec la nécessité de s'appuyer sur les données et de n'écarter aucune option dans un environnement incertain. Il a été avancé que la notion de progressivité pouvait être trompeuse si elle était interprétée comme impliquant un rythme d'ajustement de l'orientation de la politique monétaire trop lent ou trop rigide. Une telle interprétation serait incompatible avec la nécessité de n'écarter aucune option et de s'appuyer sur les données. En particulier, il convient d'éviter que la progressivité soit vue comme excluant des modifications des taux d'intérêt supérieures à 25 points de base. Garantir la stabilité des prix à moyen terme pourrait, en fonction des évolutions des perspectives d'inflation et des risques et circonstances existants, appeler des réponses plus énergiques et plus rapides afin de signaler la détermination de la BCE à préserver la stabilité des prix. De plus, il a été avancé que le principe de progressivité suggérait une réponse rapide et prospective, qui réduirait la nécessité d'ajustements plus importants et plus perturbateurs par la suite. Il a été observé que les mérites de la progressivité dépendaient de la nature de l'incertitude et des chocs. À la lumière d'une longue séquence de hausses de l'inflation plus fortes et persistantes que prévu et d'un accroissement du risque de désancrage des anticipations d'inflation, le « principe de Brainard », selon lequel les décideurs doivent agir avec prudence en cas d'incertitude concernant les effets des mesures de politique monétaire, ne s'applique plus.

Les membres du Conseil sont convenus que la progressivité ne doit pas nécessairement être vue comme une action lente et à petits pas. C'est pourquoi les membres ont jugé que la succession prolongée de hausses des taux au cours des prochains trimestres, comme le reflète la trajectoire de taux intégrée dans les anticipations des marchés et les projections des services de l'Eurosystème/de

la BCE, pouvait être qualifiée de progressive. Il a été souligné que l'abandon de la notion de progressivité pourrait être vu comme un signal indiquant que la BCE a l'intention de prendre des mesures soudaines, ce qui pourrait nuire à la prévisibilité et risquerait de déclencher des fluctuations désordonnées des marchés. La progressivité a également été vue comme conforme à l'orientation à moyen terme de la stratégie de politique monétaire de la BCE et compatible avec l'incertitude pesant actuellement sur les perspectives de croissance. Cela a été jugé particulièrement important au regard des chocs d'offre tels que ceux auxquels la zone euro est confrontée et aussi parce que la zone euro est davantage exposée aux variations des prix de l'énergie que les autres zones monétaires. Globalement, les membres du Conseil se sont accordés pour conserver la progressivité comme l'un des quatre principes directeurs du processus de normalisation de la politique monétaire, étant entendu que cela n'excluait pas des relèvements des taux d'intérêt de plus de 25 points de base s'ils se révélaient nécessaires pour préserver la stabilité des prix à moyen terme. Il a également été avancé que n'écarter aucune option et s'appuyer sur les données semblaient être des principes pour l'essentiel équivalents et étaient particulièrement importants dans les circonstances actuelles. Il a en tout cas été souligné que la notion de progressivité ne devait pas interférer avec le devoir du Conseil des gouverneurs de faire, à tout moment, ce qui est nécessaire pour maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

Un certain nombre de membres du Conseil ont rappelé que, de leur point de vue, les trois critères relatifs à la *forward guidance* sur les taux directeurs définis en juillet 2021 avaient été remplis pendant un certain temps. Dans le même temps, la nécessité de préserver la cohérence et la prévisibilité de la politique menée par la BCE a été reconnue, ce qui incite à se conformer à la séquence déjà communiquée. Toutefois, il a été suggéré que le « retard » implicite dans le relèvement des taux d'intérêt devrait, en principe, être compensé par la mise en œuvre d'une hausse plus forte en juillet ou en indiquant de façon plus explicite la possibilité d'un relèvement plus important des taux d'intérêt plus tard au cours du troisième trimestre 2022. Dans le même temps, il a été souligné que, lorsqu'il communique ses intentions de politique monétaire en vue des réunions à venir, le Conseil des gouverneurs devrait éviter de limiter indûment sa capacité à n'écarter aucune option et à s'appuyer sur les données.

Dans tous les cas, l'ensemble des membres se sont accordés sur le fait que, à ce stade et sur la base des dernières projections des services de l'Eurosystème et des évolutions des mesures de l'inflation sous-jacente les plus récentes, les trois critères de la *forward guidance* étaient remplis.

Les perspectives d'inflation à moyen terme révisées appellent de nouvelles mesures décisives en matière de normalisation de la politique monétaire. Conformément au séquençage retenu, la présente réunion constitue le moment approprié pour annoncer que les achats nets d'actifs au titre de l'APP prendront fin à compter du 1^{er} juillet 2022. Cette mesure ouvre la voie à un premier relèvement de taux lors de la réunion de juillet. À plus long terme, les membres du Conseil ont aussi globalement

reconnu qu'il était approprié de fournir des indications sur les anticipations du Conseil des gouverneurs s'agissant de la trajectoire des taux directeurs qui sera décidée lors des réunions de juillet et de septembre 2022. Toutefois, des réserves ont été exprimées quant au fait de sembler « verrouiller » des décisions qui doivent encore être prises par le Conseil des gouverneurs au-delà du très court terme. Il a été souligné que la *forward guidance* doit toujours dépendre des perspectives économiques et des circonstances existantes. Toutefois, il a également été rappelé que signaler les intentions de politique monétaire une ou deux réunions à l'avance avait déjà constitué une caractéristique de la communication de la BCE dans le passé, via, par exemple, des références à la « vigilance » ou à la « vigilance forte » et au « suivi (très) attentif » des risques d'inflation.

La plupart des membres du Conseil ont soutenu la proposition de signaler l'intention du Conseil des gouverneurs de relever les taux directeurs de la BCE de 25 points de base lors de la réunion de juillet. Débuter le cycle de hausse des taux avec une mesure de cette ampleur a été vu comme une « première mesure proportionnée », ainsi que l'a indiqué M. Lane dans son introduction. À cet égard, différents arguments ont été avancés. Premièrement, il s'agirait du premier relèvement de taux en 11 ans, une mesure qui doit être soigneusement préparée et expliquée. Deuxièmement, le cycle de relèvement des taux doit être initié de manière ordonnée, en évitant de surprendre inutilement les marchés et d'engendrer une volatilité injustifiée. Troisièmement, de mauvaises surprises économiques ne pouvant être exclues à court terme, il est prudent de ne pas commencer par des mesures plus fortes.

Un certain nombre de membres du Conseil préféraient initialement laisser la porte ouverte à un relèvement plus important lors de la réunion de juillet. Ils ont fait remarquer que le signal actuel ne devait pas être vu comme un engagement inconditionnel, car le Conseil des gouverneurs doit conserver le pouvoir d'ajuster l'ampleur de la modification des taux d'intérêt au cas où de nouvelles informations disponibles lors la réunion de juillet affecteraient substantiellement les perspectives d'inflation à moyen terme.

Dans ce contexte, il a été largement admis que le Conseil des gouverneurs doit à ce stade se montrer plus précis quant à ses anticipations pour la réunion de septembre, notamment en ouvrant la voie à un relèvement des taux directeurs de la BCE de plus de 25 points de base. Un relèvement plus important lors de la réunion de septembre pourrait être approprié si les perspectives d'inflation à moyen terme ne se sont pas améliorées d'ici là. Un relèvement de taux plus important signalerait l'intention du Conseil des gouverneurs de porter le taux de la facilité de dépôt en territoire positif, mettant ainsi fin à huit années de taux négatifs. Dans le même temps, il a généralement été jugé important de continuer à n'écarter aucune option et à s'appuyer sur les données, dans la mesure où l'on ne peut exclure que les données qui deviendront disponibles d'ici septembre affecteront substantiellement les perspectives d'inflation à moyen terme dans un sens ou dans l'autre. Il a

également été observé qu'une accélération du processus de normalisation de la politique monétaire était subordonnée au fait que les conditions de marché demeurent ordonnées.

Au-delà de septembre, les membres du Conseil sont largement convenus que, sur la base de l'évaluation actuelle, une séquence progressive, mais soutenue, de hausses supplémentaires des taux d'intérêt serait appropriée, le rythme de l'ajustement dépendant des données disponibles et des évolutions des perspectives d'inflation à moyen terme. La remarque a été faite que le taux neutre était non observable et qu'il s'agissait d'un concept trop vague pour guider les mesures de politique monétaire effectives. Il a été soutenu que la réalisation d'une orientation neutre ne pourrait être constatée qu'au fil du temps, à mesure que le Conseil des gouverneurs observera comment l'économie et les perspectives d'inflation réagissent à de nouveaux chocs et à la normalisation de la politique monétaire. À cet égard, il a été noté qu'il pourrait être utile que la BCE communique à un moment donné sur la trajectoire des taux au-delà de septembre afin d'éviter que les marchés ne réagissent de manière excessive. Il a été observé qu'il existait de bonnes raisons de faire évoluer les trois taux directeurs de la BCE en parallèle, au moins pour le premier relèvement, en juillet.

Sur la base de l'évaluation partagée et des considérations énoncées précédemment, tous les membres du Conseil ont accepté la proposition de politique monétaire présentée par M. Lane dans son introduction, sous réserve que des indications plus explicites soient fournies pour la réunion de septembre, comme approprié pour la poursuite de la normalisation de la politique monétaire. Il a été confirmé que la conduite de la politique monétaire continuerait d'être guidée par le principe de n'écarter aucune option, de s'appuyer sur les données et d'agir avec progressivité et flexibilité.

L'ensemble des membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la décision de mettre fin aux achats nets effectués dans le cadre de l'APP ouvrirait la voie à des relèvements de taux lors des deux prochaines réunions, conformément au séquençage des mesures de politique monétaire inscrit dans la *forward guidance* de la BCE. Il a également été jugé approprié de confirmer, au stade actuel, que les titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP continueraient d'être réinvestis pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les réinvestissements sont considérés comme importants aussi longtemps que nécessaire pour maintenir une liquidité abondante et ainsi garantir la stabilité des conditions de marché, et une orientation appropriée de la politique monétaire. Il a également été convenu de confirmer que la période de conditions particulières de taux d'intérêt dans le cadre des TLTRO III s'achèverait le 23 juin 2022, comme annoncé précédemment.

S'agissant de la trajectoire des taux directeurs de la BCE, les membres du Conseil sont convenus qu'à la suite de la présente réunion, le Conseil des gouverneurs devra communiquer que les conditions de la *forward guidance* ont été satisfaites et annoncer, conformément au séquençage de sa politique monétaire, son intention de relever les taux directeurs de la BCE de 25 points de base lors de la réunion de politique monétaire de juillet. À plus long terme, il a été convenu que le Conseil

des gouverneurs devrait annoncer qu'il prévoit un nouveau relèvement des taux directeurs en septembre, dont le calibrage dépendra des perspectives actualisées d'inflation à moyen terme, indiquant que si les perspectives à moyen terme devaient persister ou se dégrader, une hausse plus importante serait nécessaire lors de la réunion de septembre.

S'agissant des autres éléments de communication, les membres du Conseil se sont mis d'accord sur le fait que le Conseil des gouverneurs devait réaffirmer qu'il se tenait prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments dans le cadre de son mandat et de façon souple si besoin, pour garantir que l'inflation se stabilise à 2 % à moyen terme. Dans le cadre du mandat de la BCE, en période de tensions, la flexibilité demeurera un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix. L'attention a été attirée sur le creusement des écarts de rendements souverains au cours des derniers mois. Dans ce contexte, il a été souligné que la création d'un outil anti-fragmentation n'était pas contradictoire avec la nécessité de contenir les tensions inflationnistes. De fait, remédier à la fragmentation peut être considéré comme nécessaire pour que le Conseil des gouverneurs soit mieux en mesure d'accélérer la normalisation de la politique monétaire si les perspectives d'inflation le justifient. Il a été fait référence au « principe de séparation », introduit par la BCE dans le sillage de la crise financière afin d'établir une distinction entre les mesures non conventionnelles visant à préserver la transmission de la politique monétaire et les instruments visant à définir l'orientation de politique monétaire appropriée pour l'ensemble de la zone euro. Il a été demandé d'accélérer et de mener à bien rapidement les travaux de conception d'un nouvel outil anti-fragmentation, dans la mesure où le risque de fragmentation pourrait s'intensifier à mesure que la BCE avance sur la voie de la normalisation de sa politique monétaire.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la communication devait souligner que l'inflation élevée constitue un défi majeur et que le Conseil des gouverneurs fera en sorte qu'elle revienne à sa cible de 2 % à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs n'écartera aucune option, s'appuiera sur les données et agira avec progressivité et flexibilité dans la conduite de la politique monétaire, sans établir de hiérarchie entre ces principes directeurs.

Compte tenu des discussions qui se sont tenues entre les membres, la présidente s'est assurée que tous les membres du Conseil étaient à même de soutenir les mesures de politique monétaire proposées par M. Lane, sous réserve d'inclure des indications plus explicites concernant la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui se tiendra en septembre. Sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a par conséquent décidé, sur la base de son évaluation actualisée, d'adopter de nouvelles mesures de normalisation de sa politique monétaire, tout en confirmant que les décisions prises antérieurement resteraient en place, comme exposé dans le communiqué de presse de la BCE relatif aux décisions de politique monétaire.

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 des 8 et 9 juin 2022](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 8 - 9 juin 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

* Membres ne disposant pas de droit de vote en juin 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

- Mme Buch
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- Mme Donnery
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- Mme Goulard
- M. Haber
- M. Horváth
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Lünemann
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- M. Sleijpen
- M. Tavlas
- 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 jeudi 25 août 2022.