



Réunion des 15 et 16 décembre 2021

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 15 et le jeudi 16 décembre 2021

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a procédé à l'examen des évolutions intervenues sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 27 et 28 octobre 2021 et a replacé ces évolutions dans le contexte plus large de la stabilité financière, conformément au résultat de l'évaluation de la stratégie de la BCE.

En réaction à la découverte du variant Omicron, les marchés boursiers mondiaux ont subi des pertes significatives. Le volume des options de vente sur l'EuroStoxx 50 a atteint son plus haut niveau depuis l'apparition de la pandémie de coronavirus (COVID-19) en mars 2020, les investisseurs cherchant à se protéger contre de nouvelles pertes. Dans le même temps, le rendement des bons du Trésor américain à dix ans et le rendement pondéré du PIB des obligations souveraines à dix ans de la zone euro sont presque revenus aux points bas observés au cours de l'été. Ils ont été bien inférieurs aux niveaux enregistrés lors de la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre.

Ces évolutions sur les marchés financiers peuvent être interprétées de deux manières. La première interprétation est que le marché s'attendait à ce que le variant Omicron exerce un impact nettement plus important sur l'activité économique que les mutations précédentes. Toutefois, les données fondées sur des modèles présentant une décomposition en fonction des chocs de la baisse récente des rendements des OIS à dix ans dans la zone euro n'ont attribué qu'une partie de la diminution des rendements à une détérioration des perspectives économiques. De même, moins d'un tiers de la

baisse prononcée récente des prix du pétrole a probablement reflété une réévaluation des perspectives de croissance mondiale.

La seconde interprétation des évolutions récentes sur les marchés financiers a trait aux conditions de marché fragiles qui prévalaient quand la nouvelle de l'apparition du variant Omicron est intervenue. Depuis mi-octobre 2021, la volatilité sur les marchés obligataires a fortement augmenté et les conditions de liquidité sur les marchés de produits dérivés s'est significativement détériorée, amplifiant la réaction des marchés à la nouvelle de l'apparition du variant Omicron.

Deux facteurs ont contribué à cette fragilité de l'environnement de marché. Le premier a été la conviction croissante parmi les investisseurs que la période de faible inflation était terminée et qu'au niveau mondial, la politique monétaire devrait être resserrée plus précocement que ce qui avait été prévu plus tôt en 2021. Le second a été la sensibilité des marchés financiers à de tels changements dans les perspectives de la politique monétaire après des années de politique monétaire très accommodante.

Aux États-Unis, les marchés évaluent à présent la probabilité d'une hausse des taux d'intérêt lors de la réunion de la Réserve fédérale de mai 2022 comme bien supérieure à un sur deux. La probabilité d'une hausse dès mars 2022 est estimée à un sur trois. Dans la zone euro, en revanche, les anticipations d'un « relèvement » – une première hausse des taux – ont été repoussées dans le temps par rapport à la précédente réunion du Conseil des gouverneurs des 27 et 28 octobre 2021. Toutefois, les anticipations d'un relèvement des taux sont restées beaucoup plus proches qu'elles ne l'étaient lors de la réunion du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 septembre 2021, et elles sont également devenues moins volatiles. De plus, l'écart qui s'était creusé à l'automne entre les anticipations d'un relèvement des taux intégrées par les marchés et celles indiquées par les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (SMA) est en cours de résorption. Dans l'enquête SMA, l'anticipation médiane d'un relèvement des taux a été avancée de deux trimestres supplémentaires, passant du deuxième trimestre 2024 au quatrième trimestre 2023 – seulement trois trimestres plus tard que ce qui était intégré par les marchés alors que l'écart était de six trimestres en octobre 2021.

La divergence dans les cycles attendus pour la politique monétaire a continué d'exercer une pression à la baisse significative sur le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. L'euro s'est déprécié de nouveau de près de 3 % vis-à-vis du dollar depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs et il est actuellement inférieur de 8 % à son pic de fin mai 2021. La *forward guidance* de la BCE est demeurée un facteur essentiel à l'origine de la divergence entre les cycles attendus pour la politique monétaire. Même si la relation entre l'inflation anticipée et les taux directeurs anticipés s'est légèrement renforcée depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 8 et 9 septembre 2021, elle est restée significativement plus faible qu'avant la pandémie de Covid-19. De même, si l'on considère la relation entre les taux directeurs anticipés et les surprises en matière d'inflation dans l'ensemble des économies avancées, la zone euro a clairement fait figure d'exception,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

avec un cumul de surprises à la hausse significatives s'agissant de l'inflation qui ont exercé un impact limité sur les anticipations relatives aux taux directeurs.

Néanmoins, l'incertitude entourant la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs s'est accrue, dans la zone euro également, ce qui a contribué à la hausse de la volatilité du marché. La distribution des risques entourant l'Euribor 3 mois s'est légèrement resserrée par rapport à la précédente réunion du Conseil des gouverneurs des 27 et 28 octobre 2021. Toutefois, elle est restée nettement plus importante qu'en juillet et clairement orientée à la hausse. La distribution des risques laisse penser que les investisseurs sont préoccupés par le fait que l'incertitude élevée entourant les perspectives d'inflation pourrait signifier que les conditions de la *forward guidance* de la BCE pourraient être remplies plus tôt que prévu actuellement.

Ce point de vue est corroboré à l'examen des taux des *swaps* indexés sur l'inflation. Même si ceux-ci ont baissé ces dernières semaines par rapport à leurs points hauts pluriannuels, la courbe à terme actuelle des *swaps* indexés sur l'inflation dans la zone euro est restée proche de la cible de 2 %. Elle se situe bien au-dessus du niveau qui était attendu avant la pandémie de Covid-19. Les marchés d'options, eux aussi, ont continué d'intégrer une probabilité importante que l'inflation dépasse la cible de la BCE. Ils ont suggéré une probabilité de 10 % environ que l'inflation au cours des cinq prochaines années soit, en moyenne, supérieure à 3 %, et une probabilité de 40 % environ qu'elle soit supérieure à 2 %.

Afin de comprendre dans quelle mesure le marché est sensible à un choc tel qu'Omicron, il est important d'examiner les expositions au risque que les investisseurs avaient accumulées auparavant, lorsqu'ils prévoient que les taux à court terme et la volatilité resteraient durablement faibles. Sur les marchés boursiers, les fonds « actions » mondiaux ont collecté plus de fonds en 2021 qu'au cours des deux décennies précédentes cumulées, ce qui a contribué à pousser les indicateurs de la valorisation des actions vers les queues de la distribution historique ou au-delà du 75^e percentile, en particulier aux États-Unis, mais aussi dans la zone euro. Les vulnérabilités se sont fortement accrues dans le secteur non bancaire. Par exemple, le risque de liquidité, le risque de crédit et le risque de durée des fonds d'investissement de la zone euro ont tous augmenté significativement depuis le début de la pandémie de Covid-19.

De même, sur les marchés des obligations souveraines et des obligations d'entreprises de la zone euro, les primes de risque de crédit ont été fortement comprimées au cours des derniers mois, en dépit d'un levier beaucoup plus élevé. Les perspectives d'une hausse des taux sans risque ont entraîné une remontée des primes, quoiqu'à des degrés divers, les *spreads* demeurant généralement bien inférieurs aux niveaux observés avant la pandémie. De plus, avec la volatilité élevée et une forte demande d'actifs sûrs, les rendements obligataires ont effectivement baissé dans la plupart des États membres de la zone euro depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre et sont sinon restés proches de leurs niveaux d'octobre. Les *spreads* n'ont augmenté qu'en raison d'une forte baisse des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

rendements du *Bund* allemand, qui ont eux-mêmes baissé beaucoup plus fortement que le taux OIS. Le *spread* entre le rendement du *Bund* à dix ans et le taux OIS est revenu en dessous des niveaux exceptionnels observés au plus fort de la pandémie en mars 2020.

Ces évolutions ont mis en évidence la demande exceptionnelle d'actifs sûrs, l'incertitude relative aux perspectives de la politique monétaire s'étant accrue. Du côté de l'offre, le « flottant » disponible des obligations dans la zone euro a diminué pour s'établir à des niveaux très bas. En conséquence, il y a eu une détérioration graduelle et persistante de la liquidité du marché obligataire dans la plupart des juridictions de la zone euro. Le Conseil des gouverneurs a décidé récemment de doubler la limite agrégée appliquée aux liquidités que les contreparties peuvent mobiliser dans le cadre du programme de prêts de titres de l'Eurosystème. Cette mesure a soutenu la liquidité sur les marchés des pensions (*repo*) à un moment où la demande de garanties augmentait et où l'offre était limitée.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a procédé à l'examen de l'environnement international et des évolutions économiques et monétaires récentes dans la zone euro.

S'agissant de l'environnement extérieur, les données de l'indice des directeurs d'achat (PMI) ont signalé un certain ralentissement de l'économie mondiale au troisième trimestre 2021, en raison des restrictions liées à la Covid-19 et des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Les dernières données issues du PMI ont fait état d'une nouvelle amélioration au quatrième trimestre – en particulier dans les services, mais moins dans le secteur manufacturier. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre ont continué de limiter l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre, les prix du pétrole ont fortement baissé (– 12 %), reflétant à la fois des effets de demande et d'offre. Le taux de change de l'euro a fléchi seulement modestement en termes effectifs nominaux (– 0,4 %), mais a baissé de manière visible vis-à-vis du dollar américain (– 3 %). Les prix du gaz ont augmenté dans un contexte de volatilité accrue, tandis que les prix des métaux ont poursuivi leur tendance baissière.

S'agissant des évolutions de l'activité dans la zone euro, durant le confinement du premier trimestre 2021, on a continué de noter un écart substantiel entre le PIB et son niveau d'avant la crise. Toutefois, une grande partie de cet écart – mais pas la totalité – a été comblée au troisième trimestre 2021. En 2021 une part importante de la reprise a été tirée par la consommation privée, en lien avec le redressement des dépenses des ménages consacrées aux services, qui a suivi la reprise intervenue plus précocement dans le secteur manufacturier.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les contraintes d'offre ont changé de nature au fil du temps et ont continué de peser sur l'activité. Les entreprises manufacturières ont souffert des pénuries de matériaux et d'équipements. Selon l'enquête dans l'industrie réalisée par la Commission européenne, ces pénuries se sont aggravées au quatrième trimestre 2021. Le manque de main-d'œuvre qualifiée est devenu une préoccupation dans certaines parties du secteur manufacturier et du secteur des services.

La croissance du revenu disponible s'est accélérée entre le premier et le troisième trimestre – reflétant un redressement important du revenu réel. Mais une baisse du revenu réel est attendue au quatrième trimestre, en lien avec la hausse récente des prix de l'énergie. Cela implique une réduction notable du revenu disponible réel des ménages par le biais d'un effet termes de l'échange, susceptible de freiner les dépenses de consommation à court terme.

S'agissant de l'investissement immobilier résidentiel, la confiance est restée soutenue, mais les contraintes au niveau de l'offre ont joué un rôle croissant. L'investissement en autres machines et équipements a dépassé les niveaux d'avant la pandémie depuis le premier trimestre 2021, tandis qu'au troisième trimestre, l'investissement en matériel de transport était toujours nettement inférieur aux niveaux observés avant la pandémie. Selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE), la part des entreprises déclarant qu'elles avaient obtenu des financements pour des investissements en capital fixe au cours de la dernière période de six mois a continué d'augmenter et a atteint un niveau supérieur à la moyenne d'avant la pandémie.

La reprise est restée soutenue sur le marché du travail. Même si le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour s'établir à 7,3 % en octobre, niveau observé avant la crise, les dispositifs de maintien de l'emploi ont continué de soutenir le marché du travail. Les calculs des services de la BCE ont indiqué que le taux de chômage s'établirait autour de 9 % si les travailleurs bénéficiant de ces dispositifs étaient additionnés aux chômeurs. De plus, la population active a continué d'augmenter légèrement, mais est restée inférieure aux niveaux d'avant la crise. L'emploi et les heures travaillées ont augmenté au troisième trimestre, mais sont restés inférieurs aux niveaux d'avant la crise, avec des variations d'un pays à l'autre. Cette évolution indique que le marché du travail est loin d'être revenu à la normale. Le taux de vacance d'emploi pour l'ensemble de l'économie a atteint 2,6 % au troisième trimestre, son plus haut niveau depuis le début de la série de données. Cette augmentation a concerné l'ensemble des secteurs et a reflété la forte demande de main-d'œuvre.

Les projections de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une forte reprise de l'activité économique, en dépit de certaines révisions à la baisse à court terme en raison des goulets d'étranglement du côté de l'offre et de la nouvelle vague de la pandémie. Pour 2021, ces projections envisageaient une croissance économique de 5,1 %, contre 3,9 % dans les projections de décembre 2020. Selon ces projections, l'inflation devrait rester plus élevée durant une période plus longue en raison des prix élevés de l'énergie et des décalages entre l'offre et la demande. Mais le scénario reste celui d'une dissipation des goulets d'étranglement au fil du temps.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

L'inflation totale devrait revenir en dessous de 2 % au quatrième trimestre 2022 et s'établir à 1,8 % en 2024. Cette évolution reflète la faible hausse des prix de l'énergie, mais une inflation sous-jacente robuste, soutenue par la résorption des capacités inutilisées, la hausse des coûts de main-d'œuvre et les anticipations d'inflation plus élevées.

S'agissant des différentes prévisions au fil du temps, les projections de juin 2020 établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient seulement une reprise partielle de l'économie – tandis qu'à présent, dans celles de décembre 2021, la projection relative au PIB en volume a retrouvé sa trajectoire d'avant la pandémie. Il est également très important d'examiner le marché du travail, pour lequel les projections de décembre ont renoué avec la trajectoire d'avant la pandémie. Prévu à 6,6 % à la fin de l'horizon de projection en 2024, le taux de chômage devrait se situer à un niveau qui n'a pas été observé depuis le début des années 1980. Toutefois, cette évolution est en partie imputable à des évolutions démographiques défavorables entraînant une pénurie de travailleurs et, par conséquent, des tensions plus fortes sur le marché du travail.

Pour tenir compte de l'incertitude élevée entourant les perspectives économiques, les projections de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème continuent d'inclure des scénarios alternatifs relatifs à la pandémie.

S'agissant des évolutions des prix et des coûts, la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) s'est encore accélérée, passant de 3,4 % en septembre à 4,1 % en octobre et 4,9 % en novembre (estimation rapide), dopée par un nouveau renchérissement de l'énergie. La hausse des prix de l'énergie a atteint un plus haut historique en novembre – principalement sous l'effet des prix du pétrole et des carburants – tandis que le gaz et l'électricité ont également joué un rôle important. Mais une accélération substantielle de la hausse de l'IPCHX (c'est-à-dire la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires) a également été observée, liée à une augmentation plus forte des prix des biens et des services.

Les tensions sur les prix se sont propagées à davantage de biens et de services inclus dans l'IPCH. La fourchette des taux d'inflation entre les différentes rubriques de l'IPCH est très large actuellement. La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont augmenté de façon assez marquée récemment, mais il reste difficile de distinguer dans quelle mesure cette hausse reflète des effets liés à la pandémie. Ces derniers incluent les effets de base, les goulets d'étranglement – qui devraient finir par se dissiper – et les effets indirects de l'énergie importée. En raison des nombreux facteurs spécifiques à l'œuvre, il n'apparaît pas clairement dans quelle mesure ces indicateurs sont, en ce moment, de bons indicateurs de l'inflation sous-jacente. Les tensions sur les salaires sont également restées relativement limitées, ce qui constitue un aspect essentiel pour évaluer les tensions inflationnistes sous-jacentes.

Les tensions ont continué de s'accumuler en amont de la chaîne des prix. En raison de leur impact décalé, cela implique des tensions à la hausse plus fortes sur les prix des biens industriels non énergétiques à l'avenir. Dans le même temps, il est important de rappeler que les biens ne représentent qu'une part relativement faible du panier de consommation global retenu pour le calcul de l'IPCH.

En ce qui concerne les évolutions des salaires, la croissance des salaires négociés est restée faible, à 1,3 % au troisième trimestre. Il n'y a pas jusqu'à présent d'élément signalant d'effets de second tour importants. Si l'on tient compte des hausses de la productivité, cela n'a pas généré jusqu'à présent de fortes tensions inflationnistes intérieures. Les salaires minimums devraient augmenter assez fortement dans plusieurs pays de la zone euro, en partie en raison de l'indexation sur l'inflation, ce qui pourrait avoir des répercussions. Les dernières évolutions des indicateurs de la croissance effective des salaires ont continué d'être fortement affectées par les mesures prises en 2020 pour amortir l'effet de la pandémie, comme les dispositifs de maintien de l'emploi, qui ont également affecté le déflateur du PIB, habituellement considéré comme une mesure des tensions intérieures sur les prix. La contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre au déflateur du PIB est restée limitée jusqu'à présent.

Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont significativement augmenté au cours de l'année 2021, mais sont restées globalement stables ces dernières semaines – et toujours inférieures à la cible de 2 %. Les enquêtes telles que l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) ou celle du Consensus économique ont conforté l'opinion selon laquelle l'inflation serait élevée en 2021 et 2022, mais diminuerait par la suite et resterait inférieure à la cible de 2 % à partir de 2023. Les mesures de compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché continuent d'indiquer une inflation inférieure à 2 %.

En ce qui concerne les évolutions monétaires, les achats d'actifs de l'Eurosystème sont restés la source la plus importante de création monétaire. Mais le crédit bancaire au secteur privé s'est également renforcé au troisième trimestre 2021 et en octobre. Les sorties au titre des flux monétaires extérieurs ont pesé négativement sur la création monétaire. Ces sorties étaient cohérentes avec des achats de l'Eurosystème supérieurs aux émissions d'obligations dans la zone euro et avec les modalités de rééquilibrage de portefeuilles. La dynamique du crédit est restée relativement modérée depuis la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs. Cette évolution reflète une demande contenue de prêts bancaires de la part des entreprises, en raison du niveau élevé de liquidités qu'elles détiennent, du redressement de leurs marges et du recours accru à d'autres sources de financement externes. Inversement, l'empreinte laissée par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'est accentuée, entraînant un accroissement de l'activité de prêt à court terme aux entreprises pour financer les besoins en fonds de roulement et les stocks.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème prévoyaient un durcissement budgétaire moins marqué pour 2022 que les projections de septembre réalisées par les services de la BCE. On peut encore s'attendre à quelques mesures de relance budgétaire supplémentaires, se traduisant par une orientation plus accommodante. Au-delà de 2022, toutefois, et une fois que la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et de croissance aura cessé de s'appliquer, on peut s'attendre à une certaine normalisation budgétaire. Le soutien apporté par la politique budgétaire à la croissance en 2023-2024 serait ainsi moindre qu'en 2020-2021.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, M. Lane a souligné que la reprise de l'économie de la zone euro se poursuivait et que la situation sur le marché du travail s'améliorait, à la faveur du soutien important apporté par les politiques publiques. L'activité dans les secteurs des services et de l'industrie a continué de se développer. Toutefois, le rythme de progression de l'activité s'est ralenti et le contexte lié à la pandémie s'est détérioré. Une forte augmentation des cas d'infection a entraîné la réinstauration de restrictions plus contraignantes dans certains pays. Ces mesures d'endiguement pourraient, jusqu'à un certain point, retarder la reprise dans le secteur des services impliquant la plus forte intensité de contact. Dans le même temps, l'activité dans le secteur manufacturier a continué d'être contrainte par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre qui devraient persister durant l'année 2022, mais s'atténuer progressivement. L'activité économique a été freinée par des facteurs défavorables pesant sur les perspectives à court terme : l'aggravation de la pandémie ; des pénuries persistantes de main-d'œuvre, de matériaux et d'équipements dans certains secteurs ; et l'augmentation des coûts de l'énergie. Alors que la crise sanitaire se poursuit, les niveaux élevés d'immunité et la solidité des marchés du travail ont atténué l'impact économique de la pandémie. Conformément à cette évaluation, l'activité devrait rebondir à nouveau nettement en 2022.

Le PIB devrait croître de 5,1 % en 2021, 4,2 % en 2022, 2,9 % en 2023 et 1,6 % en 2024. Par rapport aux projections de septembre, la croissance a été majorée pour 2021, en raison des révisions à la hausse apportées aux deux premiers trimestres de l'année, qui l'ont emporté sur les révisions à la baisse apportées aux deux derniers trimestres de l'année. La projection pour 2022 a été révisée à la baisse en raison de perturbations persistantes du côté de l'offre et de la résurgence de la pandémie. Pour 2023, la croissance a été révisée à la hausse, reflétant l'anticipation d'une atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, la poursuite de la reprise mondiale et une résorption de l'épargne accumulée.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse de l'IPCH est passée de 4,1 % en octobre à 4,9 % en novembre. L'inflation s'est fortement accélérée, principalement sous l'effet de l'augmentation des prix

de l'énergie, mais aussi en raison d'un regain de la demande, qui se révèle supérieure à une offre contrainte dans certains secteurs. L'inflation devrait rester élevée au cours des tout prochains mois, mais diminuer fortement en 2022, au fur et à mesure que les prix de l'énergie se stabiliseront, les profils de consommation reviendront à la normale et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre mondiale disparaîtront. Des effets de base – notamment la suppression de la réduction temporaire de la TVA en Allemagne – devraient également sortir du calcul de l'inflation en rythme annuel. L'inflation mesurée par l'IPCHX est passée de 2,0 % en octobre à 2,6 % en novembre. Cette augmentation a reflété une inflation plus forte dans les services, traduisant un renforcement de la dynamique des prix des services nécessitant de nombreux contacts. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est également accentuée, les prix à la production ayant augmenté dans un contexte de perturbations de l'offre mondiale. L'accentuation des tensions sur les prix s'est également manifestée clairement tant en amont qu'en aval de la chaîne des prix.

Les projections de décembre prévoyaient une révision à la hausse significative de la trajectoire d'inflation. Selon ces projections, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,6 % en 2021, 3,2 % en 2022 et 1,8 % en 2023 comme en 2024, soit des révisions à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2021, 1,5 point de pourcentage pour 2022 et 0,3 point de pourcentage pour 2023. Ces révisions à la hausse s'expliquent par une évolution nettement plus haussière des prix de l'énergie et par des tensions sur les prix liées aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre et à la réouverture de l'économie. Ces facteurs devraient se dissiper en 2022 et l'inflation pourrait ainsi retrouver un niveau inférieur à l'objectif en 2023 et 2024. Dans le même temps, non seulement le choc pandémique négatif sur la trajectoire projetée de l'inflation a été éliminé, mais l'écart prévu par rapport à l'objectif d'inflation à moyen terme s'est réduit en raison de la résorption des capacités inutilisées, d'un renforcement de la dynamique des salaires sur l'horizon de projection et de la hausse des anticipations d'inflation.

Les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés. L'activité économique pourrait dépasser les anticipations si les consommateurs se montrent plus confiants et épargnent moins que prévu. En revanche, l'aggravation récente de la pandémie, notamment la propagation de nouveaux variants du virus, pourrait freiner la croissance de façon plus durable. La trajectoire future des prix de l'énergie et le rythme d'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre constituent des risques pour la reprise et les perspectives d'inflation. Si ces tensions sur les prix alimentaient des hausses de salaires plus élevées qu'attendu, ou si l'économie retrouvait sa pleine capacité plus rapidement, l'inflation pourrait s'avérer plus forte.

Les conditions de financement sont restées à des niveaux favorables malgré une détérioration marquée du sentiment de marché à l'égard du risque au niveau mondial et la baisse associée des prix des actifs risqués. Par rapport à la dernière évaluation trimestrielle complète menée en septembre, les taux sans risque et les rendements souverains pondérés du PIB sont restés globalement stables. Les

rendements des obligations des banques et des sociétés non financières (SNF) sont supérieurs aux niveaux observés en septembre, mais le coût des fonds propres est moins élevé et les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et aux ménages restent proches de leurs points bas historiques.

Dans l'ensemble, les progrès en termes de reprise économique et vers l'objectif d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs ont permis une réduction graduelle du rythme des achats d'actifs au cours des trimestres à venir. Le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) a été lancé avec le double objectif de contrebalancer l'impact négatif de la pandémie sur les perspectives d'inflation et d'empêcher une fragmentation non souhaitable des marchés provoquée par la pandémie qui menaçait la transmission harmonieuse de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

Le PEPP s'est acquitté de cette double mission. Premièrement, à la fin de l'horizon de projection, on s'attendait à ce que l'inflation dépasse le taux prévu avant la pandémie. Deuxièmement, la fragmentation de la transmission de la politique monétaire apparue lors de la phase initiale de la pandémie a été contrée avec succès. Par conséquent, les conditions de financement pour les entreprises et les ménages ont été favorables dans l'ensemble de la zone euro. Si l'on examine le tableau d'ensemble, les campagnes de vaccination et la capacité avérée de l'économie à s'adapter à la pandémie ont conforté la conclusion selon laquelle l'arrêt des achats nets fin mars 2022 remplit le critère de sortie de la phase de crise pandémique.

Dans le même temps, le soutien monétaire reste nécessaire en vue de la stabilisation de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme. Compte tenu des incertitudes actuelles, M. Lane a souligné la nécessité de conserver la flexibilité et de n'écarter aucune option dans la conduite de la politique monétaire.

Dans ce contexte, M. Lane a proposé les décisions suivantes :

- a. effectuer des achats nets d'actifs au titre du PEPP à un rythme inférieur à celui du trimestre précédent et communiquer sur la probabilité que l'Eurosystème interrompe les achats nets au titre du PEPP fin mars ;
- b. communiquer sur la démonstration faite à l'occasion de la pandémie que, en période de tensions, la flexibilité appliquée aux modalités et à la conduite des achats d'actifs a contribué à remédier à l'altération de la transmission de la politique monétaire et a renforcé l'efficacité des efforts déployés pour atteindre l'objectif du Conseil des gouverneurs. À l'avenir, la flexibilité continuera de faire partie intégrante de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur la transmission de la politique monétaire et la réalisation de la stabilité des prix deviendront perceptibles. En cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre juridictions. Cela pourrait comprendre l'achat d'obligations émises par la République hellénique au-delà du renouvellement des remboursements afin d'éviter toute interruption des achats dans cette

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

juridiction, qui pourrait nuire à la transmission de l'orientation de politique monétaire à l'économie grecque alors que celle-ci se remet encore des retombées de la pandémie. En outre, M. Lane a souligné la nécessité d'indiquer que les achats nets au titre du PEPP pourraient aussi reprendre, si nécessaire, pour contrer des chocs négatifs liés à la pandémie ;

c. prolonger l'horizon de réinvestissement associé au PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, la future sortie du portefeuille PEPP sera gérée de façon à éviter toute interférence avec l'orientation appropriée de la politique monétaire. Le prolongement des indications relatives au calendrier des réinvestissements dans le cadre du PEPP contribue à l'orientation de politique monétaire et conforte le rôle des réinvestissements au titre du PEPP dans la limitation du risque de fragmentation des marchés ;

d. dans l'optique d'une diminution progressive des achats d'actifs et afin que l'orientation de politique monétaire continue d'aller dans le sens d'une stabilisation de l'inflation au niveau de l'objectif à moyen terme, un calibrage approprié du programme d'achats d'actifs (APP) consiste à fixer le rythme mensuel des achats nets d'actifs au titre de l'APP à 40 milliards d'euros au deuxième trimestre, 30 milliards au troisième trimestre ; et, à compter d'octobre 2022, à continuer d'effectuer des achats nets d'actifs au titre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux directeurs ; et continuer à prévoir que les achats nets d'actifs cesseront peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE ;

e. confirmer le niveau des taux d'intérêt directeurs de la BCE et les indications sur la trajectoire future des taux directeurs (*forward guidance*). Cela est essentiel pour maintenir le degré de soutien monétaire nécessaire pour stabiliser l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme ;

f. signaler que le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement bancaire et de veiller à ce que l'arrivée à échéance des fonds alloués dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave pas la transmission harmonieuse de la politique monétaire, et signaler que le Conseil des gouverneurs évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à l'orientation de politique monétaire. En outre, M. Lane a déclaré que le Conseil des gouverneurs devrait indiquer qu'il s'attend à ce que les conditions particulières applicables dans le cadre des TLTRO III prennent fin en juin 2022, comme annoncé. En outre, il est nécessaire d'évaluer le caractère approprié du calibrage du système à deux paliers pour la rémunération des réserves, afin que la politique de taux d'intérêt négatifs ne limite pas la capacité d'intermédiation du système bancaire dans un environnement d'excédents de liquidité abondants ;

g. déclarer qu'il se tient prêt à ajuster l'ensemble des instruments disponibles, de façon adéquate, à la hausse ou à la baisse, pour s'assurer que l'inflation se stabilise à 2 % à moyen terme.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. Lane a souligné que le Conseil des gouverneurs devrait clarifier les perspectives en matière de politique monétaire afin que les conditions de financement demeurent suffisamment favorables pour que l'inflation se maintienne sur sa trajectoire de convergence vers l'objectif. Dans le même temps, il convient de n'écarter aucune option afin d'être à même de répondre de manière appropriée à toute nouvelle évolution inattendue de l'inflation entraînant un désancrage à la hausse des anticipations relatives à l'inflation à moyen terme.

Le recalibrage des instruments de politique monétaire est la ligne de conduite proportionnée dans l'accomplissement du mandat en matière de stabilité des prix. Il est toujours prévu que l'inflation se situe à un niveau inférieur à l'objectif de la BCE à moyen terme. Il apparaît donc nécessaire de s'assurer que le niveau des taux d'intérêt à long terme apporte un soutien suffisant à l'activité économique afin de favoriser la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs à moyen terme. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas, un calibrage approprié des achats d'actifs est également une mesure relativement plus efficace que le recours à d'autres outils de politique monétaire pour fournir le degré de soutien monétaire nécessaire. En outre, les potentiels effets secondaires du recalibrage proposé ne l'emportent pas sur les avantages attendus en termes de stabilité des prix.

Conformément à la nouvelle stratégie de politique monétaire, M. Lane a indiqué que le Conseil des gouverneurs devrait aussi évaluer deux fois par an la relation entre politique monétaire et stabilité financière. D'une part, la politique monétaire accommodante soutient la croissance et, ainsi les bilans des entreprises dans les secteurs tant non financier que financier. D'autre part, ses effets sur les marchés immobiliers et les marchés financiers doivent faire l'objet d'un suivi attentif, notamment car plusieurs vulnérabilités à moyen terme se sont intensifiées. Néanmoins, la politique macroprudentielle constitue 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

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont généralement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro et des risques pesant sur les perspectives d'activité présentée par M. Lane dans son introduction. La reprise de l'économie de la zone euro s'est poursuivie et la situation sur le marché du travail s'est améliorée. Les perspectives à court terme ont été contrariées par la dernière vague de la pandémie, la hausse significative des prix

de l'énergie et les pénuries de matériaux, d'équipements et de main-d'œuvre dans certains secteurs. Globalement, toutefois, la société a appris à faire face aux vagues pandémiques et aux contraintes qui en résultent, ce qui a réduit l'impact sur l'économie. Si la croissance a ralenti, l'activité devrait rebondir à nouveau nettement en 2022. L'inflation a fortement augmenté en raison de la hausse des prix de l'énergie, mais également parce que la demande a été supérieure à une offre contrainte dans certains secteurs. L'inflation devrait demeurer élevée à court terme, mais diminuer dans le courant de l'année 2022. Les projections d'inflation ont été révisées à la hausse, mais la hausse des prix devrait rester inférieure à l'objectif de 2 % sur l'horizon de projection.

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont noté que 2021 avait vu une première reprise dans l'industrie manufacturière et, plus récemment, une reprise significative dans les services également. Toutefois, la dynamique de l'industrie s'est ralentie, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, conjugués à la forte augmentation de la demande mondiale, commençant à se généraliser.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, l'activité économique s'est modérée au dernier trimestre 2021 et ce ralentissement devrait persister sur la première partie de 2022. Les pénuries d'équipements, de matériaux et de main-d'œuvre dans plusieurs domaines d'activité ont ralenti la production de biens manufacturés, causé des retards dans la construction et freiné la reprise dans certaines parties du secteur des services. Ces goulets d'étranglement vont durer quelque temps encore, mais devraient s'estomper en 2022. Les mesures d'endiguement plus contraignantes réintroduites dans certains pays de la zone euro pour faire face à la vague actuelle de la pandémie pourraient retarder la reprise. La pandémie a pesé sur la confiance des consommateurs et des entreprises et la diffusion de nouveaux variants du virus a accru l'incertitude. En outre, l'augmentation des coûts de l'énergie – et, plus généralement, les hausses des prix – ont constitué un frein à la consommation. Néanmoins, la reprise économique se poursuit et le marché du travail s'améliore, de plus en plus de personnes occupant un emploi et de moins en moins de personnes bénéficiant de dispositifs de maintien de l'emploi, ce qui devrait se traduire par une hausse des revenus des ménages et, partant, de la consommation et l'investissement.

Les membres du Conseil ont généralement approuvé le scénario de référence pour la croissance économique intégré dans les projections macroéconomiques de décembre 2021 établies par les services de l'Eurosystème et les révisions par rapport aux projections de septembre des services de la BCE. Les taux de croissance attendus pour le PIB en volume, de 5,1 % en 2021 et de 4,2 % en 2022, montrent la confiance dans la solidité de la reprise, et suggèrent que la sensibilité de l'activité à la pandémie et les dommages causés par celle-ci sont jugés limités à ce stade. Les campagnes de vaccination et l'adaptation des ménages et des entreprises à la vie en temps de pandémie ont probablement été plus efficaces que prévu. En conséquence, le lien entre la vigueur de la pandémie et les perspectives économiques s'est atténué au fil du temps. La révision à la baisse de la croissance

à court terme résultant de l'évolution de la pandémie et son rééquilibrage ultérieur avec une accélération de la croissance plus tard en 2022 ont été perçus comme conformes à ce qui a été observé lors des précédentes vagues de la pandémie.

Dans le même temps, il a été souligné que, si les performances économiques ont été meilleures que prévu, l'économie n'est cependant pas encore « tirée d'affaire ». Il a été fait référence à une incertitude accrue résultant de l'émergence du variant Omicron. L'émergence de ce variant est un revers pour le secteur des services, qui commençait tout juste à se redresser. Il a été avancé que l'effet sur l'inflation pourrait se révéler haussier plutôt que baissier dans un contexte de persistance accrue des contraintes pesant sur l'offre. Toutefois, la baisse des cours du pétrole qui a fait suite à la nouvelle de l'existence d'Omicron peut être vue comme le signe d'un effet anti-inflationniste.

S'agissant des politiques budgétaires, il a été réaffirmé que des mesures budgétaires ciblées et favorables à la croissance devraient continuer à compléter la politique monétaire. Ce soutien contribuera aussi à l'ajustement de l'économie aux changements structurels en cours. Une mise en œuvre efficace du programme « Next Generation EU » et du paquet législatif « Ajustement à l'objectif 55 » contribuera à une reprise plus vigoureuse, plus verte et plus uniforme dans les pays de la zone euro.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives économiques sont globalement équilibrés. L'activité économique pourrait être plus dynamique qu'escompté par les services de la BCE si, sous l'effet d'un renforcement de la confiance, les consommateurs épargnaient moins que prévu. En revanche, l'aggravation récente de la pandémie, notamment la propagation de nouveaux variants du coronavirus, pourrait freiner la croissance de façon plus durable. La trajectoire future des prix de l'énergie et le rythme auquel les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se sont résorbés présentent des risques pour la reprise et les diverses perspectives d'inflation. Si les tensions sur les prix alimentent des hausses de salaire plus élevées qu'attendu, ou si l'économie retrouve son plein potentiel plus rapidement, l'inflation pourrait être plus forte.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation s'est encore accélérée, à 4,9 % en novembre 2021 et, selon les projections établies par les services de l'Eurosystème, devrait rester nettement supérieure à 2 % pendant la majeure partie de 2022. L'inflation totale devrait demeurer élevée à court terme, mais s'inscrire en baisse en 2022. Le rebond de l'inflation totale reflète principalement une forte augmentation des prix de l'énergie, qui a expliqué plus de la moitié de l'inflation totale en novembre. De plus, la demande a continué de dépasser une offre contrainte dans certains secteurs. Les effets de base liés à la fin de la réduction de la TVA en Allemagne ont continué de contribuer à une inflation plus élevée, mais seulement jusqu'à fin 2021. En 2022, les prix de l'énergie devraient se stabiliser et les tensions sur les prix dues aux goulets d'étranglement mondiaux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

au niveau de l'offre devraient s'estomper. Avec le temps, le retour progressif de l'économie à son plein potentiel et la poursuite de l'amélioration de la situation sur le marché du travail devraient contribuer à une hausse plus rapide des salaires. Ces derniers mois, les mesures extraites des instruments de marché et les mesures tirées d'enquêtes relatives aux anticipations d'inflation à plus long terme se sont rapprochées de 2 %. Ces facteurs auront tendance à tirer de nouveau l'inflation sous-jacente vers le haut et devraient contribuer à stabiliser l'inflation totale à l'objectif à moyen terme.

Au cours de leurs discussions concernant le scénario de référence pour l'inflation intégré aux projections de décembre, les membres du Conseil ont noté que ces projections contenaient la révision à la hausse cumulée des projections d'inflation la plus importante jamais enregistrée pour cet exercice. Il a été indiqué que, en matière de perception par le grand public, des sous-estimations répétées de l'inflation sont probablement plus problématiques que des surestimations, le grand public s'inquiétant généralement moins si l'inflation effective se révèle plus faible que prévu.

Dans le même temps, il a été observé que les projections d'inflation pour 2022 établies par les services de l'Eurosystème ont été nettement supérieures aux autres prévisions, telles que celles du Consensus économique. Il a été souligné que près des deux tiers de la révision à la hausse pour 2022 résultent des évolutions volatiles des prix de l'énergie. Ces prix reflètent un certain nombre de facteurs économiques et géopolitiques qui affectent l'équilibre entre la demande et l'offre, ainsi que des types de chocs impossibles à prévoir. Toutefois, il a été souligné que l'inflation sous-jacente (*core inflation*) a fortement augmenté ces derniers mois et que l'inflation s'est généralisée, presque plus aucun poste de l'IPCH n'affichant les faibles taux de variation des prix observés avant la pandémie. Cela incite à ne pas décrire le niveau d'inflation actuellement élevé comme étant seulement le résultat des évolutions des prix de l'énergie et de facteurs temporaires.

Les membres du Conseil ont jugé que l'incertitude était élevée concernant le niveau auquel l'inflation s'établirait à moyen terme après la bosse actuelle. Dans le scénario de référence intégré dans les projections de décembre, l'inflation mesurée par l'IPCH s'établit à 1,8 % en 2023 et en 2024, et il est souligné que des taux inférieurs à 2 % sont conformes aux anticipations de nombreux autres prévisionnistes professionnels. Dans le même temps, il a été remarqué que, dans tous les cas, ces perspectives n'impliquaient pas un retour au régime d'inflation faible d'avant la pandémie, mais allaient dans le sens d'un régime se rapprochant de celui observé avant la grande crise financière, quand l'inflation s'établissait en moyenne autour de 2 %. Cette évolution doit être vue comme favorable.

Toutefois, il a également été estimé qu'un tel résultat ne pouvait être tenu pour acquis et qu'une inflation élevée pouvait persister plus durablement que prévu. Il a été réaffirmé que les modèles calibrés sur des données antérieures à la pandémie pourraient ne pas être adaptés pour rendre compte d'évolutions structurelles majeures ou du passage potentiel d'un régime d'inflation faible à un régime d'inflation élevée. Face à un point de retournement potentiel des perspectives d'inflation, il a

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

été jugé crucial de prêter une attention particulière aux signaux émanant rapidement de l'économie réelle, notamment ceux venant des entreprises et des décideurs en matière de fixation des salaires, plutôt que de s'appuyer principalement sur des modèles et des profils d'évolution passés.

Dans ce contexte, il a également été réaffirmé qu'il était peu probable qu'une hausse de l'inflation se produise à moyen terme sans une croissance dynamique des salaires. À cet égard, il a été estimé que le scénario de référence intégré dans les projections de décembre prévoyait une hausse des salaires supérieure à la moyenne des vingt dernières années. Il a été avancé que la forte croissance des salaires ne pourrait se matérialiser qu'en présence de modifications structurelles du processus de fixation des salaires ou d'importants effets de second tour. Toutefois, plus l'inflation reste nettement supérieure à la cible, plus cela pourrait être ancré dans les anticipations d'inflation à long terme, qui pourraient ensuite se répercuter sur la croissance des salaires et l'inflation effective. Il a été noté que les dernières données disponibles pour les salaires négociés de la zone euro suggéraient une croissance annuelle d'environ 1,5 % et n'indiquaient pas d'effets de second tour jusqu'ici.

Dans le même temps, il a été rappelé que les évolutions de la croissance des salaires enregistraient un décalage par rapport à celles d'autres variables économiques et que ces effets ne devraient par conséquent pas être attendus dans les données à ce stade. Il a également été avancé que les projections d'une croissance relativement élevée des salaires nominaux devaient être considérées avec prudence, les chiffres étant encore affectés par l'impact des dispositifs de maintien de l'emploi. De plus, si les évolutions de la productivité étaient prises en compte, la croissance projetée des coûts unitaires de main-d'œuvre apparaîtrait comme nettement moins frappante, bien que les mesures de la productivité soient elles aussi incertaines et qu'elles aient été affectées par des facteurs spécifiques liés à la pandémie, notamment l'impact sur le nombre d'heures travaillées.

Les membres du Conseil ont examiné différents facteurs, à la hausse comme à la baisse, susceptibles d'affecter le scénario de référence des perspectives d'inflation contenu dans les projections. Il a été fait référence à l'impact désinflationniste d'Omicron, qui s'exerce par le biais de la baisse des prix mondiaux des matières premières. Il a été suggéré que la diminution des cours du pétrole enregistrée depuis la date d'arrêt des projections abaissera mécaniquement l'inflation en 2022. Dans le même temps, il a été indiqué que la balance entre les conséquences désinflationnistes et les conséquences inflationnistes d'Omicron était incertaine. En particulier, il a été avancé que le variant pèserait sans doute aussi sur l'offre et, conformément à ce qui a déjà été observé au cours de la pandémie, pourrait également engendrer d'importants risques à la hausse pour l'inflation.

Il a été rappelé que les projections de référence faisaient l'hypothèse que les prix des matières premières énergétiques poursuivraient la correction en cours indiquée par les prix actuels des contrats à terme, qui implique une forte baisse des prix de l'énergie sur l'horizon de projection et des contributions des prix de l'énergie à l'inflation totale en 2023 et 2024 nettement inférieures aux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

moyennes historiques. Il a également été réaffirmé que les hausses des prix du carbone vers les niveaux nécessaires pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris tireraient l'inflation vers le haut dans les années à venir, sur l'horizon de projection et par la suite. Enfin, il a été rappelé que les projections d'inflation n'incluaient pas encore les évolutions des coûts des logements occupés par leur propriétaire. Il a été fait référence aux estimations indiquant que l'inflation mesurée par l'IPCH au deuxième trimestre 2021 serait plus élevée de 0,2 à 0,3 point de pourcentage si ces coûts avaient été inclus. Dans le même temps, il a été suggéré que les modèles et la valorisation de la compensation de l'inflation tirée des marchés financiers ont continué d'indiquer une probabilité accrue que l'inflation soit inférieure à la cible à moyen terme plutôt que durablement supérieure à celle-ci.

S'agissant des anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation de Mme Schnabel et M. Lane selon laquelle les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées des enquêtes et celles extraites des instruments de marché sont généralement restées inférieures à, mais proches de, la cible d'inflation de la BCE. C'est également le cas si l'on prend en compte les estimations de la prime de risque, qui ont varié au fil du temps et affecté l'interprétation des anticipations d'inflation tirées de la valorisation de la compensation de l'inflation sur les marchés financiers. Jusqu'à présent, aucun signe n'indique que les anticipations d'inflation à long terme se sont éloignées de la cible, ou même qu'elles ont perdu leur ancrage à la cible, à la suite des résultats en termes d'inflation plus élevés que prévu observés à plusieurs reprises ces derniers mois bien qu'elles se soient fortement inscrites en hausse depuis début 2021. Toutefois, si l'inflation dépassait la cible en 2021 et en 2022, cela risquerait d'être de moins en moins perçu comme un phénomène temporaire et pourrait entraîner une hausse des anticipations d'inflation à long terme. En revanche, une forte baisse de l'inflation en 2022 par rapport aux taux élevés actuels pourrait conforter les perspectives d'inflation.

Les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation des conditions financières et monétaires présentée par M. Lane dans son introduction. Les taux de marché ont baissé depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, mais ont peu évolué par rapport à la réunion de septembre, lorsque la précédente évaluation trimestrielle des perspectives d'inflation et des conditions de financement avait été réalisée. Les conditions de financement restent favorables. Les prêts bancaires aux SNF résultent en partie des besoins de financement à court terme liés aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre, qui ont fait augmenter les dépenses liées aux stocks et aux fonds de roulement. Toutefois, la demande de prêts des SNF est demeurée globalement modérée en raison de bénéfices non distribués élevés et d'une trésorerie importante, mais aussi d'un fort endettement. En revanche, les prêts aux ménages sont demeurés robustes, soutenus par la demande de prêts hypothécaires. Les banques de la zone euro ont encore consolidé leurs bilans grâce à une hausse de leurs ratios de fonds propres et une baisse de leurs prêts non performants. Les bénéfices des banques ont retrouvé

leurs niveaux d'avant la pandémie malgré des marges d'intérêts nettes qui restent sous tension. Les conditions de financement des banques sont demeurées favorables dans l'ensemble.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation des conditions financières, il a été noté que, globalement, les conditions financières et de financement sont demeurées favorables malgré une dégradation prononcée du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial et la baisse associée des prix des actifs risqués. Par rapport à l'évaluation trimestrielle des conditions financières réalisée en septembre par le Conseil des gouverneurs, les rendements souverains sans risque et pondérés par le PIB sont restés globalement stables en termes nominaux et à leurs points bas historiques, ou proches de ces niveaux, en termes réels. Les rendements des obligations bancaires et des obligations d'entreprises se sont établis au-dessus des niveaux enregistrés en septembre, mais ont été contrebalancés par une baisse du coût des fonds propres. Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages sont restés autour de leurs points bas historiques. Il a été fait référence à la forte dépréciation de l'euro, tant vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux, comme facteur d'assouplissement des conditions financières. Cette dépréciation a également été vue comme susceptible d'amplifier les pertes en matière de termes de l'échange et de contribuer aux tensions à la hausse sur les perspectives d'inflation dans la zone euro.

S'agissant des perspectives d'inflation, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la hausse à court terme récente et projetée de l'inflation est largement due à des facteurs temporaires qui devraient se dissiper en 2022. Si les perspectives d'inflation à moyen terme ont été révisées à la hausse dans les projections macroéconomiques, en revanche, dans les projections du scénario de référence, l'inflation s'établit toujours au-dessous de la cible de 2 % du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné que la convergence projetée des anticipations d'inflation vers un niveau de 2 % doit être vue comme favorable, malgré le degré d'incertitude exceptionnellement élevé qui entoure les perspectives économiques.

Dans le même temps, il a été souligné qu'un scénario d'inflation « plus élevée plus longtemps » n'était pas à exclure. Pour 2023 et 2024, l'inflation contenue dans les projections de référence est déjà relativement proche de 2 % et, en tenant compte du risque à la hausse pesant sur les projections, pourrait facilement atteindre un niveau supérieur à 2 %. Il a été estimé important de préserver la flexibilité d'agir de manière décisive pour maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation dans les deux sens et donc de préserver également la crédibilité du Conseil des gouverneurs. Le Conseil des gouverneurs devrait donc clairement faire savoir qu'il se tient prêt à agir si les tensions sur les prix se révèlent plus durables que prévu et si l'inflation ne revient pas au-dessous de la cible aussi rapidement que prévu dans les projections de référence.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Toutefois, des inquiétudes ont également été exprimées quant à une éventuelle réduction prématurée des mesures de relance monétaire et des achats d'actifs. Il a été avancé que les intervenants de marché semblaient remettre en question la crédibilité de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs, dans la mesure où ils attendaient un premier relèvement de taux à une date difficilement conciliable avec les conditions fixées par le Conseil des gouverneurs pour procéder à un tel relèvement.

Globalement, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que le renforcement de la reprise économique et les progrès vers la cible d'inflation à moyen terme de 2 % du Conseil des gouverneurs ont permis une normalisation graduelle de l'orientation de la politique monétaire. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que l'impact baissier exercé par la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation s'était dissipé ou avait été contrebalancé, et que les achats nets réalisés dans le cadre du PEPP pouvaient en conséquence être réduits et interrompus fin mars, conformément à la précédente communication. Dans le même temps, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'un soutien monétaire substantiel restait nécessaire pour que l'inflation se stabilise au niveau de la cible d'inflation du Conseil des gouverneurs à moyen terme. Il a été avancé que le Conseil des gouverneurs devait faire abstraction des perturbations actuelles des chaînes d'approvisionnement et tenir le cap, tout en suivant avec attention toute évolution indiquant une perte d'ancrage des anticipations d'inflation. Le maintien d'une orientation très accommodante de la politique monétaire a également été jugé nécessaire pour empêcher l'inflation de revenir au-dessous de la cible une fois que les effets de la pandémie, qui affectent encore une grande partie de l'économie de la zone euro, se seront atténués.

Toutefois, il a été avancé qu'un degré significatif de relance monétaire était déjà en place par le biais de la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs sur les taux d'intérêt, du volume important d'actifs acquis conjugué à la politique de réinvestissements, et des TLTRO. Par conséquent, compte tenu des progrès mesurables réalisés en matière de convergence de l'inflation à moyen terme vers la cible, un nouvel assouplissement de l'orientation de politique monétaire via des achats d'actifs supplémentaires n'est pas nécessaire.

Dans le même temps, il a été souligné que l'interruption des achats nets réalisés dans le cadre du PEPP à la fin du premier trimestre 2022 et l'expiration des conditions favorables en matière de taux d'intérêt dans le cadre des opérations de TLTRO III entraîneraient un resserrement monétaire en 2022. De plus, une divergence de l'orientation de la politique monétaire dans d'autres juridictions, qui pourrait être perçue comme moins accommodante que dans la zone euro, a été jugée justifiée par différentes circonstances économiques.

Au cours de la discussion qui a suivi, les membres du Conseil ont largement admis que le recalibrage des instruments de politique monétaire proposé par M. Lane dans son introduction constituait une mesure proportionnée pour respecter le mandat de maintien de la stabilité des prix du Conseil des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

gouverneurs. Étant donné l'incertitude exceptionnellement élevée qui entoure l'environnement économique actuel, une approche progressive, flexible et fondée sur les données est jugée appropriée pour équilibrer les perspectives d'inflation plus élevées à court terme et les vulnérabilités croissantes à moyen terme, ce qui nécessite de garder une souplesse suffisante pour ajuster la politique monétaire au fur et à mesure que de nouvelles informations deviennent disponibles. Dans le même temps, l'argument a été formulé que les avantages liés à des achats d'actifs supplémentaires diminuaient et que leurs coûts et effets secondaires augmentaient. C'est ce que mettent en évidence, par exemple, la détérioration structurelle des conditions de la liquidité et les perturbations croissantes du fonctionnement des marchés qui résultent du bas niveau de flottant (*free float*) obligatoire dans de nombreuses juridictions. Il existe également des risques croissants pour la stabilité financière, en particulier sur le marché de l'immobilier résidentiel, ainsi que des effets distributifs croissants, les achats d'actifs bénéficiant de manière disproportionnée aux détenteurs d'actifs.

Le train de mesures de politique monétaire proposé est jugé cohérent avec les perspectives économiques et largement considéré comme calibré de façon appropriée pour préserver l'orientation accommodante de la politique monétaire nécessaire à la stabilisation de l'inflation à la cible symétrique de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Dans le contexte de persistance de conditions de financement favorables et d'amélioration des perspectives d'inflation, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP devraient être menés à un rythme plus lent au premier trimestre 2022 qu'au trimestre précédent. Les membres du Conseil ont également approuvé l'arrêt, fin mars, des achats nets réalisés dans le cadre du PEPP. Ils ont jugé que le PEPP avait atteint son double objectif : contrebalancer l'impact négatif de la pandémie sur les perspectives d'inflation et éviter une fragmentation injustifiée des marchés causée par la pandémie, qui menacerait la bonne transmission de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

Il a été avancé que la décision de mettre un terme aux mesures d'urgence pouvait être considérée comme prématurée étant donné la détérioration actuelle de la situation pandémique. Dans le même temps, le sentiment s'impose que la « phase de crise » au sens économique du terme peut être considérée comme s'achevant, notamment dans la mesure où l'activité économique devrait avoir retrouvé début 2022 son niveau d'avant la pandémie et où le choc de la pandémie sur la trajectoire d'inflation peut être considéré comme neutralisé. En outre, il a été rappelé que les achats nets dans le cadre du PEPP pourraient reprendre si les conséquences économiques de la pandémie menaçaient la réalisation de l'objectif de stabilité des prix du Conseil des gouverneurs dans le futur.

La prolongation au moins jusqu'à fin 2024 de l'horizon de réinvestissement associé au PEPP est considéré comme l'assurance pour les intervenants de marché que l'Eurosystème continuera d'être présent sur les marchés financiers, renforçant ainsi la capacité des réinvestissements associés au PEPP à limiter le risque de fragmentation des marchés. D'une part, la flexibilité des paramètres

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

opérationnels est considérée comme importante pour faire face aux potentielles évolutions désordonnées sur les marchés ; elle doit par conséquent être maintenue sur une période plus longue qu'annoncé précédemment. D'autre part, la question a été posée de savoir si l'allongement de l'horizon de réinvestissement pouvait être interprété comme un accroissement du stimulus monétaire, ce qui semble contredire la direction que prennent d'autres éléments du train de mesures de politique monétaire, axés sur la réduction des achats nets d'actifs. En outre, la crainte a été exprimée que la poursuite des achats d'actifs ne risque d'entraîner un aplatissement indésirable de la courbe des rendements si un relèvement des taux d'intérêt à court terme était nécessaire avant la fin de l'horizon des réinvestissements. Toutefois, cette prolongation a également été jugée importante pour garantir l'efficacité des réinvestissements au titre du PEPP dans la préservation du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que l'expérience du PEPP durant la pandémie avait montré qu'en situation de crise, la flexibilité dans les modalités et la mise en œuvre des achats d'actifs contribuait à empêcher l'altération de la transmission de la politique monétaire et la rendait plus efficace. Conserver cette flexibilité en ajustant les réinvestissements au titre du PEPP dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions en cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie est considéré comme important pour favoriser la bonne transmission de la politique monétaire en période de réduction des achats nets d'actifs.

Un certain nombre de réflexions ont été formulées concernant un engagement à la flexibilité dans les modalités et la conduite des achats d'actifs plus généralement, c'est-à-dire au-delà de la situation de crise. D'une part, les membres du Conseil considèrent qu'un enseignement important du PEPP est que cette flexibilité doit demeurer un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces pèsent sur sa transmission et sur la réalisation de la stabilité des prix. Ils estiment que la flexibilité inhérente au PEPP a contribué à apporter le soutien de politique monétaire nécessaire et à réduire la fragmentation sur les marchés financiers durant la crise. Il a été suggéré que le Conseil des gouverneurs devait par conséquent souligner l'importance de la flexibilité dans sa communication. D'autre part, il a été affirmé que la flexibilité du PEPP était ciblée spécifiquement sur le choc pandémique et risquait de ne pas être proportionnée en cas d'apparition, dans d'autres contextes, de risques pour la transmission de la politique monétaire et d'une fragmentation des marchés. Il a été rappelé que le PEPP avait été conçu pour remédier à un choc symétrique susceptible d'entraîner des conséquences asymétriques.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la flexibilité relative aux réinvestissements dans le cadre du PEPP comprendrait la possibilité d'acquérir des obligations émises par la République hellénique au-delà des montants provenant du renouvellement des remboursements afin d'éviter toute interruption des achats dans cette juridiction, qui pourrait nuire à la transmission de l'orientation de politique monétaire à l'économie grecque alors que celle-ci se remet encore des

retombées de la pandémie. Ces achats rassureront les intervenants de marché et contribueront à éviter une fragmentation des marchés.

Le rythme proposé pour les achats nets dans le cadre de l'APP, de 40 milliards d'euros par mois au deuxième trimestre, 30 milliards par mois au troisième trimestre et 20 milliards par mois à compter d'octobre 2022 est largement considéré comme établissant un équilibre raisonnable entre une inflation élevée à court terme et une forte incertitude entourant les perspectives à moyen terme. Il a également été indiqué que le rythme proposé pour ces achats était approprié pour garantir un degré suffisant de soutien monétaire après l'arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre du PEPP, tout en évitant des effets de seuil (*cliff effects*) indésirables.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que le cadre juridique de l'APP était bien établi et demeurerait inchangé. S'il a été largement reconnu que l'arrêt des achats d'actifs dans le cadre du PEPP justifiait une augmentation temporaire des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP, il a aussi été rappelé que les deux programmes avaient des objectifs différents. Les achats nets dans le cadre de l'APP visent à maintenir une orientation suffisamment accommodante pour permettre une stabilisation de l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Il a été avancé que, sur cette base, la modification des perspectives d'inflation nécessitait une diminution des volumes d'achats ou une réduction progressive plus précoce des achats dans le cadre de l'APP. L'argument a également été avancé que, dans le contexte actuel de forte incertitude, le Conseil des gouverneurs devait maintenir l'APP sans limitation dans la durée, mais éviter toute perception d'un engagement à poursuivre les achats nets dans le cadre de l'APP au-delà de 2022.

Étant donné la forte incertitude qui entoure les perspectives économiques, un degré suffisant de souplesse pour réagir de façon adéquate à toute nouvelle évolution inattendue de l'inflation est considéré comme important pour stabiliser l'inflation à la cible symétrique de 2 %. Comme les données devenant disponibles au fil du temps permettront de mieux comprendre l'impact de l'évolution de la pandémie, le Conseil des gouverneurs devra conserver la possibilité de calibrer et recalibrer l'orientation de la politique monétaire, dans l'une ou l'autre direction, en se fondant sur les données.

Il a également été souligné que le Conseil des gouverneurs devait réaffirmer sa *forward guidance* sur les taux d'intérêt, y compris son lien avec l'arrêt des achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP. Le fait que la *forward guidance* du Conseil des gouverneurs contienne des éléments dépendant de la situation est considéré comme approprié pour faire face à l'environnement économique actuellement incertain ; en effet, elle renferme flexibilité et souplesse et garantit que les rendements à court terme demeurent cohérents avec les perspectives d'inflation. Il a été avancé que, si les risques pesant sur la croissance ne se matérialisaient pas et si les perspectives d'inflation à moyen terme dépassaient la cible d'inflation symétrique de 2 % du Conseil des gouverneurs, la *forward guidance* permettrait une normalisation progressive de l'orientation de politique monétaire.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Concernant le programme d'opérations de refinancement ciblées, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que le Conseil des gouverneurs devra confirmer que, comme annoncé en 2020, il s'attend à ce que les conditions particulières applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prennent fin en juin 2022 et informer qu'il allait évaluer le caractère approprié du calibrage du système à deux paliers pour la rémunération des réserves, afin que la politique de taux d'intérêt négatifs ne limite pas la capacité d'intermédiation des banques dans un environnement d'excédents de liquidité croissants.

Conformément à sa nouvelle stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a pour la première fois considéré de manière structurée le lien entre politique monétaire et stabilité financière. Il a été affirmé que la politique monétaire n'était pas l'outil le mieux adapté pour faire face aux risques pesant sur la stabilité financière, car ceux-ci tendent à être concentrés dans certaines juridictions ; des mesures macroprudentielles propres à chaque pays sont donc mieux à même d'y remédier. Dans le même temps, la remarque a été faite que, comme souligné dans l'évaluation de la stratégie de politique monétaire, les limites effectives de la politique macroprudentielle impliquent qu'il appartient clairement à la BCE de prendre en compte les considérations de stabilité financière dans ses délibérations de politique monétaire. Il a été souligné que les vulnérabilités à moyen terme s'étaient accrues et nécessitaient un suivi attentif. Les préoccupations sont liées notamment aux marchés du crédit, des actifs et de l'immobilier résidentiel ainsi qu'à l'augmentation des niveaux de dette dans le secteur des entreprises et dans le secteur public en raison de la pandémie. L'observation a également été faite que le risque d'une réaction désordonnée des marchés suite au retrait du soutien de politique monétaire risquait d'entraîner une fragmentation des marchés affectant la transmission monétaire dans l'ensemble des juridictions. Cela ne devra toutefois pas constituer un argument à l'encontre de la modification de l'orientation de politique monétaire si cela s'avérait nécessaire pour atteindre l'objectif principal de la BCE de maintien de la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro. De ce point de vue, il a été indiqué que les deux objectifs des achats d'actifs, concernant à la fois l'orientation de politique monétaire et sa transmission, devaient rester distincts.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'une politique monétaire accommodante soutenait les bilans des entreprises et des institutions financières, et limitait les risques de fragmentation des marchés à court terme. Toutefois, afin de prévenir l'accumulation de vulnérabilités à moyen terme, l'impact d'une politique monétaire accommodante sur les marchés immobiliers et les marchés financiers doit faire l'objet d'un suivi attentif. La politique macroprudentielle est considérée comme la première ligne de défense pour préserver la stabilité financière et faire face aux vulnérabilités à moyen terme.

Décisions de politique monétaire et communication

En résumé, les membres du Conseil ont dans leur grande majorité approuvé le train de mesures de politique monétaire proposé par M. Lane, à savoir effectuer des achats nets d'actifs au titre du PEPP à un rythme plus lent au premier trimestre 2022 qu'au trimestre précédent, ajuster les réinvestissements au titre du PEPP de manière flexible dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions si nécessaire ; prolonger l'horizon de réinvestissement associé au PEPP au moins jusqu'à fin 2024 ; accroître temporairement les achats nets d'actifs dans le cadre de l'APP afin de garantir que l'orientation de la politique monétaire reste compatible avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme ; et confirmer une nouvelle fois les autres éléments de la configuration actuelle de la politique monétaire.

Certains membres du Conseil ont maintenu des réserves sur certains éléments du train de mesures proposé, de sorte qu'ils n'ont pas pu souscrire à l'ensemble des mesures. Ces réserves concernent notamment le recalibrage des achats au titre de l'APP et la prolongation de l'horizon minimum de réinvestissement associé au PEPP, ainsi que la déclaration concernant la flexibilité des achats d'actifs futurs au-delà des circonstances spécifiques à la pandémie actuelle.

Concernant la communication, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs devait insister sur sa volonté d'ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, dans l'une ou l'autre direction, afin de stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme. En outre, le Conseil des gouverneurs devra rassurer les marchés en soulignant sa détermination à agir de manière flexible et rapide afin de limiter les risques de fragmentation des marchés.

Le Conseil des gouverneurs a estimé que les progrès en termes de reprise économique et vers son objectif d'inflation à moyen terme autorisaient une réduction graduelle du rythme de ses achats d'actifs au cours des trimestres à venir. Mais le soutien monétaire reste nécessaire en vue de la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Compte tenu des incertitudes existantes, le Conseil des gouverneurs doit conserver de la flexibilité et n'écarter aucune option dans la conduite de la politique monétaire. Par conséquent, compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées plus en détail dans le communiqué de presse de la BCE s'y rapportant.

Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration de politique monétaire, que la présidente et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 16 décembre 2021](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Communiqué de presse
[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 15 et 16 décembre 2021

Membres

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

* Membres ne disposant pas de droit de vote en décembre 2021 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission **
Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat
M. Smets, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Questions économiques

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

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

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 3 mars 2022.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.