



Réunion des 20 et 21 juillet 2022

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 20 et le jeudi 21 juillet 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 intervenues sur les marchés financiers, en notant que le narratif avait évolué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs début juin 2022. Les données devenues disponibles concernant l'économie mondiale, plus faibles que prévu, et les inquiétudes relatives aux perturbations de l'approvisionnement en gaz, associées à de nouveaux chiffres d'inflation plus élevés qu'attendu, ont reporté l'attention des investisseurs vers un éventuel scénario « stagflationniste ». Dans cet environnement, la volatilité des anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme s'est établie à un niveau historiquement élevé. Le taux de change EUR/USD a continué d'être soumis à des pressions. La liquidation des actifs risqués s'est poursuivie, les investisseurs n'étant toujours pas attirés par les valorisations plus faibles.

Mme Schnabel a ensuite évoqué les principaux facteurs à l'origine de la modification du sentiment des investisseurs, dont les inquiétudes se sont reportées de l'inflation vers la stagflation. Sur la période récente, les surprises ressortant des publications de données économiques ont été négatives sur l'ensemble de l'économie mondiale. Aux États-Unis, les craintes d'une récession ont pesé, au moins temporairement, sur les prix du gaz naturel et plus généralement sur ceux des matières premières. En revanche, malgré le ralentissement de la dynamique de croissance, les prix du gaz ont continué d'augmenter en Europe en raison du choc d'offre domestique sur le gaz.

Les variations quotidiennes des anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme ont été historiquement élevées dernièrement, reflétant l'incertitude à laquelle sont confrontés les investisseurs s'agissant des implications pour la politique monétaire des données devenues disponibles.

Abstraction faite de cette volatilité, les investisseurs s'attendent à ce que la BCE accélère la normalisation de la politique monétaire à court terme par rapport aux anticipations qui prévalaient au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2022, en dépit des risques croissants de

ralentissement de la dynamique de croissance. Par rapport à juin 2022, la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) s'est pentifiée sur la partie courte. Les participants aux enquêtes rejoignent à présent, dans l'ensemble, l'opinion du marché quant à un resserrement rapide des taux directeurs de la BCE.

Trois observations principales ressortent des mesures de compensation de l'inflation. Premièrement, la partie très courte de la courbe à terme des *swaps* indexés sur l'inflation a sensiblement augmenté depuis la réunion de politique monétaire de juin, reflétant en particulier la forte hausse des prix du gaz en Europe liée à des facteurs d'offre. Deuxièmement, les anticipations d'inflation à moyen terme avaient atteint un point haut autour de la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril et se sont depuis progressivement déplacées vers le bas, en partie en raison d'une réappréciation des anticipations relatives aux intentions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les taux des *swaps* indexés sur l'inflation anticipée convergent à présent vers 2 % en 2024, en partant de niveaux supérieurs à ce chiffre, et fluctuent autour de 2 % au cours des années suivantes. Troisièmement, malgré la baisse de la compensation de l'inflation, les risques extrêmes pesant sur l'inflation et le risque d'une perte d'ancrage de la compensation à plus long terme n'ont pas diminué. La probabilité assignée par les marchés à une inflation élevée supérieure à 4 % sur un horizon à cinq ans dans cinq ans a augmenté régulièrement depuis le début de l'année. Cette probabilité se situe actuellement à 15 %, le niveau le plus élevé depuis 2013. Selon la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations d'inflation à plus long terme ont été révisées à la hausse pour s'établir à 2,2 % en moyenne. Cette évolution est cohérente avec une compensation de l'inflation à long terme plus rigide sur les marchés.

La réévaluation de la compensation de l'inflation a été le principal facteur à l'origine de la baisse récente des rendements nominaux à long terme des obligations souveraines. Le taux réel à 10 ans – c'est-à-dire corrigé de l'inflation – a de nouveau augmenté depuis la réunion de politique monétaire de juin. Toutefois, d'un point de vue historique, les rendements réels à court terme comme à long terme des obligations souveraines de la zone euro sont restés bas.

Dans le contexte de la trajectoire de normalisation de la politique monétaire de la BCE intégrée dans les anticipations des marchés, Mme Schnabel a noté qu'un resserrement significatif des conditions financières est en cours dans la zone euro. Toutefois, à la différence de certaines autres grandes zones monétaires, les anticipations relatives aux taux d'intérêt intégrées dans les prix sur les marchés financiers doivent encore être validées par la BCE via ses décisions effectives. Le taux de change de l'euro a été le prix d'actif le plus affecté par les divergences des politiques monétaires entre les principales zones monétaires. Environ la moitié de la dépréciation de 10 % de l'euro vis-à-vis du dollar depuis le début de l'année peut être attribuée à ces divergences. La réunion *ad hoc* du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue le 15 juin 2022 peut avoir contribué à atténuer de nouvelles pressions sur le taux de change de l'euro.

S'agissant des écarts de rendement des obligations souveraines, la hausse ordonnée initiale observée depuis le début de l'année s'est accélérée après la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2022, les préoccupations quant à l'ampleur du durcissement de la politique monétaire nécessaire pour restaurer la stabilité des prix s'étant intensifiées. L'annonce par la BCE, après la réunion *ad hoc* du Conseil des gouverneurs, qu'elle accélérerait la finalisation d'un nouvel instrument anti-fragmentation a interrompu ou inversé les dynamiques défavorables sur certains marchés des obligations souveraines de la zone euro.

Les coûts du financement de marché pour les banques ont significativement augmenté depuis le début de l'année, sous l'effet de la hausse du taux sans risque et de l'augmentation généralisée des primes de risque. Cependant, contrairement aux épisodes précédents de volatilité accrue sur les marchés des obligations souveraines, il n'y a pas eu jusqu'à présent de différenciation visible entre les banques selon les juridictions de la zone euro. La même observation peut être faite pour les coûts du financement de marché des sociétés non financières : parallèlement aux taux des autres actifs risqués, les rendements des obligations d'entreprises ont fortement augmenté au cours des derniers mois sous l'effet de la hausse des rendements réels et, récemment, de la détérioration du sentiment des investisseurs.

Mme Schnabel a ensuite noté que la hausse des taux réels et la dégradation du sentiment des investisseurs ont également eu un impact sur les prix des actions. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de début juin 2022, les marchés boursiers de la zone euro ont poursuivi leur baisse, perdant 7 % environ, en raison d'une augmentation de la prime de risque sur actions, de la hausse des taux d'actualisation et de la détérioration des anticipations de croissance des bénéficiaires à plus long terme, tandis que les prévisions de bénéficiaires à court terme ont continué de bien résister.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a ensuite passé en revue les dernières évolutions économiques, monétaires et financières de l'économie mondiale et de la zone euro. S'agissant tout d'abord du tableau général, par rapport au niveau de décembre 2019, le commerce mondial se situe nettement au-dessus de son niveau d'avant la pandémie, mais a connu une baisse au cours des premiers mois de cette année et les données à haute fréquence relatives au commerce mondial, disponibles jusqu'à mi-juillet, montrent que cette évolution s'accélère. Les données de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier au deuxième trimestre indiquent une forte baisse de la production dans les économies avancées. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur des services s'est stabilisé en mai et en juin, après les valeurs élevées enregistrées en avril.

Si l'on compare le niveau actuel du taux de change EUR/USD avec celui de fin 2020, lorsqu'il avait atteint un point haut, l'euro s'est déprécié de manière continue, mais assez modérée. Plus récemment, le taux de change bilatéral a affiché une baisse plus prononcée. Les prix du pétrole ont diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin et la courbe des contrats à terme prolonge cette baisse jusqu'en 2024, tandis que le prix du gaz a nettement augmenté. Les prix des autres matières premières se sont modérés.

S'agissant de l'économie de la zone euro, plusieurs indicateurs relatifs au secteur manufacturier ont montré un ralentissement prononcé, l'indice des directeurs d'achat pour les nouvelles commandes à l'exportation passant sous le seuil de 50 en juin. En revanche, le secteur des services est resté orienté à la hausse grâce à la réouverture de l'économie, même si les dernières données indiquent une certaine modération. Une nette amélioration a été observée en ce qui concerne les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, mesurés par l'indice des directeurs d'achat relatif aux délais de livraison des fournisseurs, qui ont diminué de moitié par rapport à leur pire niveau observé à l'automne dernier. Toutefois, cette évolution s'explique en grande partie par une modération significative de la demande et non par une véritable amélioration de l'offre.

Parallèlement à la détérioration des perspectives à court terme du PIB, le choc sur les termes de l'échange a continué d'affecter sévèrement le revenu réel et le pouvoir d'achat des ménages. Le solde des échanges de biens s'est stabilisé en mai par rapport à avril, en partie sous l'effet d'une modération de la consommation d'énergie en Europe. Toutefois, si la zone euro consacrait environ 1 % de son PIB aux importations d'énergie au début de l'année 2021, elle y consacre désormais environ 4 %.

S'agissant de la demande intérieure, la consommation privée s'est nettement modérée depuis la fin de l'année dernière. Les consommateurs achètent moins de produits du commerce de détail et devraient réaliser moins d'achats importants. Dans le même temps, les consommateurs augmentent leurs dépenses dans les services. S'agissant de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, les inquiétudes liées aux pénuries de matériaux et de main-d'œuvre se sont légèrement atténuées au cours des derniers mois, reflétant une activité dans la construction plus faible que prévu. Cependant, les inquiétudes relatives aux conditions de financement sont devenues plus marquées et, dans l'ensemble, les perspectives pour le secteur du logement s'orientent vers un ralentissement. S'agissant de l'investissement des entreprises, la production de biens d'équipement fait état d'une faiblesse persistante.

En ce qui concerne le marché du travail, le taux de chômage a reculé en mai pour atteindre un point bas historique de 6,6 %. Le taux d'activité se redressant dans la zone euro, l'amélioration du taux de chômage reflète une création d'emplois. Toutefois, les dernières données relatives à l'indice des directeurs d'achat indiquent un ralentissement. Des changements dans la composition sectorielle de l'emploi pourraient contribuer à expliquer pourquoi le marché du travail est resté solide, soutenu par la

réouverture du secteur des loisirs et d'autres activités à forte intensité de main d'œuvre, qui avaient subi une chute marquée pendant la pandémie.

S'agissant des dernières évolutions de l'inflation, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a encore augmenté en juin, pour s'établir à 8,6 %. La composante énergie, qui représente environ 10 % du panier de l'IPCH, a contribué pour environ la moitié à la hausse totale et est restée exceptionnellement élevée en juin, à environ 42 %. Cela reflète les fortes hausses continues des prix de gros du gaz, du pétrole et de l'électricité. Les produits alimentaires, qui représentent environ 20 % du panier de l'IPCH, sont restés le deuxième contributeur majeur. Les prix des biens industriels non énergétiques ont également continué d'augmenter en juin, les biens durables étant fortement affectés par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et, plus récemment, par les tensions en amont, c'est-à-dire la répercussion des hausses de prix antérieures le long de la chaîne de production. La hausse des prix des services a enregistré un léger recul en juin, en raison de la réduction des coûts des transports publics en Allemagne du 1^{er} juin au 31 août.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont continué d'augmenter. Un nouvel indice conçu par les services de la BCE mesure l'inflation domestique, en intégrant les prix de tous les produits à faible contenu en importations. Cette mesure est actuellement supérieure à 3 %, se situant dans le bas de la fourchette des indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente. L'anticipation d'un retour à 2 % de tous les indicateurs de l'inflation sous-jacente repose sur l'hypothèse d'une disparition progressive du choc énergétique et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. La dynamique en termes de variation mensuelle des indicateurs de l'inflation sous-jacente est restée relativement stable. Toutefois, elle s'est stabilisée à un taux bien supérieur aux niveaux correspondant à une inflation de 2 %. Il reste à déterminer s'il s'agit d'un ajustement temporaire ou plus durable.

S'agissant des salaires, les salaires négociés ont continué de croître à un rythme modéré au cours des derniers mois. L'outil expérimental de suivi des salaires de la BCE, qui inclut certains des plus grands pays de la zone euro, indique que les hausses de salaire accordées au premier trimestre 2022 impliquent une croissance annuelle des salaires d'environ 3 % cette année, avant un retour à environ 2,5 % l'année suivante. Les accords salariaux les plus récents, conclus au deuxième trimestre, montrent un rebond de la croissance des salaires à environ 3,5 % cette année et l'année prochaine. Cela signifie que les nouveaux accords sont en ligne avec une inflation restant significativement plus élevée plus longtemps, mais aussi que l'ajustement des salaires est loin de rattraper intégralement l'inflation.

S'agissant des marges bénéficiaires, la dernière enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises dresse un tableau contrasté entre les entreprises en mesure d'accroître leurs marges et celles dont les marges diminuent, reflétant des disparités dans leur capacité à compenser les fortes hausses du coût des intrants. Le potentiel de répercussion est plus élevé pour les entreprises

intermédiaires vendant à d'autres entreprises que pour celles qui vendent directement leurs produits aux consommateurs.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation, la dernière enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels indique que la prévision moyenne d'inflation à plus long terme a légèrement augmenté, tandis que le mode, c'est-à-dire la réponse la plus fréquente donnée par les participants, est resté à 2 %. Une partie de la distribution des réponses était encore inférieure à 2 %, mais au fil de l'année, la proportion de participants pensant que l'inflation resterait supérieure à 2,5 % a augmenté, atteignant désormais près de 20 % des sondés. Les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché sont cohérentes avec un épisode sévère d'inflation élevée, mais impliquent un retour à 2 % vers mi-2024.

S'agissant des évolutions financières et monétaires, M. Lane a tout d'abord noté que les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires de juillet avaient déplacé vers le haut et pentifié la trajectoire du taux attendu de la facilité de dépôt, par rapport à la campagne d'enquête de juin, et qu'ils avaient modifié leur évaluation de l'orientation à la fin du cycle de hausse des taux d'intérêt. M. Lane a également signalé que le coût du financement de marché a fortement augmenté pour les banques depuis le début de l'année et que leurs coûts composites de financement ont continué de s'accroître, même en l'absence de toute remontée des taux appliqués aux dépôts bancaires. Le coût du financement par le marché a également nettement augmenté pour les entreprises, et les coûts d'emprunt auprès des banques se sont inscrits en hausse. Les taux d'emprunt réels, même s'ils demeurent négatifs, ont également grimpé au cours de la période s'achevant en mai. Le coût des emprunts bancaires pour les prêts au logement consentis aux ménages continue d'augmenter fortement, reflétant la hausse des taux d'intérêt de marché à long terme. Après correction de l'inflation, les taux réels ont également commencé à augmenter, tout en restant négatifs.

L'enquête de juillet 2022 sur la distribution du crédit bancaire montre que les banques ont nettement durci leurs critères d'octroi au deuxième trimestre 2022, tant pour les entreprises que pour les ménages. Ce durcissement s'explique par une réduction de la tolérance au risque et un accroissement de la perception des risques, liés à la détérioration des perspectives économiques.

Les prêts bancaires aux entreprises sont demeurés robustes. Depuis fin 2021, les entreprises ont moins eu recours au marché obligataire et utilisent principalement le financement bancaire. L'enquête de juillet sur la distribution du crédit bancaire montre que la demande de prêts bancaires des entreprises est davantage liée à la nécessité de financer les besoins en fonds de roulement et les stocks qu'aux nouveaux investissements. Les flux de prêts aux ménages sont restés soutenus. Toutefois, l'enquête de juillet sur la distribution du crédit bancaire indique une baisse de la demande de prêts au logement au cours du deuxième trimestre et des mois suivants.

La croissance monétaire s'est considérablement modérée depuis son pic et sa dynamique à court terme est désormais inférieure à la moyenne de long terme. Cela s'explique par le fait que la BCE a cessé ses achats nets d'actifs, ainsi que par la diminution des dépôts des entreprises auprès des banques.

S'agissant du rôle du mécanisme de transmission de la politique monétaire dans une union monétaire, M. Lane a souligné que la transmission harmonieuse de la politique monétaire unique dans l'ensemble des juridictions de la zone euro était une condition préalable à la réalisation du mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE. Il a expliqué que dans une union monétaire décentralisée, la transmission harmonieuse de la politique monétaire ne signifie pas que les coûts d'emprunt doivent être les mêmes dans toutes les juridictions de l'union. Des différences dans les conditions de financement locales pourraient légitimement apparaître en raison, entre autres, de facteurs économiques propres à chaque pays. Toutefois, la transmission des impulsions de politique monétaire données par le Conseil des gouverneurs doit être harmonieuse et ne doit pas susciter, dans certaines juridictions, de réactions disproportionnées, sans lien avec les facteurs fondamentaux de ces régions. Une réaction totalement injustifiée des conditions de financement locales aux changements attendus ou effectifs de l'orientation de la politique monétaire entraînerait des distorsions qui finiraient par nuire à l'unicité de la politique monétaire de la BCE et à sa capacité à remplir le mandat conféré par le Traité.

En particulier, une rupture de la relation entre les rendements souverains et les fondamentaux, avec une fragmentation des marchés obligataires selon les frontières nationales, pourrait entraîner des divergences trop importantes en matière de conditions de financement dans la zone euro, qui, si elles n'étaient pas maîtrisées, pourraient induire des défaillances persistantes du mécanisme de transmission. Des épisodes de divergences marquées et injustifiées des conditions de financement entre les pays pourraient résulter d'un large éventail de chocs différents et d'une inflation trop faible ou trop élevée.

M. Lane a souligné que la normalisation en cours de l'orientation de politique monétaire de la BCE peut être un élément déclencheur d'une fragmentation sur les marchés obligataires, avec des conséquences défavorables pour tous les pays de la zone euro. La volatilité et les déplacements vers le haut de la courbe des rendements sans risque signifient que le risque de duration a augmenté pour les investisseurs privés, ce qui met à l'épreuve leur capacité à détenir différents types de risque et exerce des pressions à la hausse sur les *spreads* souverains dans les juridictions vulnérables. Cela pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement dans ces pays – éventuellement au-delà de ce qui est nécessaire pour remédier à l'inflation excessive. Une distorsion symétrique en sens opposé pourrait apparaître dans les pays moins vulnérables, où les flux de capitaux en provenance des pays vulnérables pourraient comprimer les rendements en deçà des niveaux nécessaires pour stabiliser l'inflation au niveau de la cible à moyen terme.

Dans toutes ces configurations, une union monétaire est particulièrement vulnérable au risque que des épisodes de fragmentation dégénèrent en crises de la dette auto-réalisatrices. S'il existe généralement un niveau maximum des taux d'intérêt auquel, ou au-dessous duquel, la dette publique nationale est soutenable, les taux d'intérêt auxquels les pays de la zone euro peuvent refinancer leur dette pourraient monter en flèche de manière auto-réalisatrice jusqu'à des niveaux où la dynamique de la dette devient instable et, *in fine*, non soutenable. Ces mécanismes auto-entretenus donnent lieu à des équilibres multiples. En particulier, même un pays aux finances fondamentalement solides pourrait être conduit au bord du défaut en raison d'une dynamique auto-réalisatrice, les intervenants de marché réclamant des primes de risque plus élevées de crainte que le marché devienne illiquide. Le fait d'annoncer que le Conseil des gouverneurs est prêt à intervenir sur le marché obligataire pour contrer des mouvements de marché non justifiés par les fondamentaux peut par conséquent coordonner les anticipations des créanciers à un niveau d'équilibre stable permettant d'éviter une crise.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En conséquence, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs approuve lors de la présente réunion un nouvel instrument de protection de la transmission (IPT), tel que présenté par le directoire, afin de préserver la transmission de la politique monétaire à l'ensemble de la zone euro et l'unicité de la politique monétaire – condition préalable pour que la BCE puisse remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix. L'IPT, qui complète l'éventail des instruments de la BCE, pourra être activé pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée qui représente une menace grave pour la transmission harmonieuse de la politique monétaire au sein de la zone euro. En protégeant le mécanisme de transmission, l'IPT permettra au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix. Sous réserve de remplir des critères établis, l'Eurosystème aura la possibilité de procéder à des achats, sur le marché secondaire, de titres émis dans des juridictions qui connaissent une détérioration des conditions de financement non justifiée par les fondamentaux propres à ces pays. Cela permettra à l'Eurosystème de contrer dans la mesure nécessaire les risques pour le mécanisme de transmission. L'ampleur des achats au titre de l'IPT dépendra de la gravité de ces risques. Il n'existe pas de restrictions *ex ante* sur les acquisitions.

L'IPT est un instrument de politique monétaire permettant de faire face à une grande variété de chocs susceptibles d'entraîner une fragmentation et *in fine* des perturbations de la transmission. Les caractéristiques de conception spécifiques de l'IPT, ainsi que les mesures de précaution pour respecter l'interdiction du financement monétaire et le principe de proportionnalité seront décidées par le Conseil des gouverneurs au vu des chocs particuliers auxquels il faudra faire face en toute situation. Au stade actuel, l'IPT est nécessaire – et spécifiquement conçu – pour réduire les menaces

sur la transmission liées à la normalisation des taux d'intérêt, qui est appropriée dans l'environnement actuel d'inflation élevée et de risques à la hausse significatifs, afin de garantir que l'inflation se stabilise au niveau de la cible de la BCE à moyen terme.

Deux éléments concourent à l'efficacité de l'IPT. Premièrement, son annonce doit agir comme une force stabilisatrice. Deuxièmement, si elle est jugée nécessaire par le Conseil des gouverneurs, son activation à tout moment permettra une réponse active à une menace naissante sur le mécanisme de transmission. Pour évaluer si le fait d'annoncer l'IPT lors de la présente réunion est proportionné, trois conditions doivent être remplies : premièrement, le nouvel outil doit être efficace pour réaliser l'objectif intermédiaire de préservation du mécanisme de transmission, condition préalable pour atteindre l'objectif premier de la BCE ; deuxièmement, il doit être efficient au sens où son objectif intermédiaire ne pourrait être atteint par une autre mesure ayant moins d'effets perturbants sur d'autres domaines de la vie économique ; et troisièmement, le nouvel outil doit avoir un rapport coût-efficacité satisfaisant, c'est-à-dire que ses bénéfices en matière de protection du mécanisme de transmission doivent l'emporter sur de potentiels effets secondaires négatifs, notamment tout conflit avec le maintien de l'orientation de politique monétaire appropriée pour atteindre l'objectif premier et tout risque que le nouvel instrument interfère indûment avec la politique économique.

Pour réaliser son évaluation, le Conseil des gouverneurs s'est appuyé sur un exercice approfondi conduit par les comités de l'Eurosystème et les services de la BCE au cours des derniers mois. Le résultat de cet exercice a démontré, premièrement, que dans sa conception actuelle, l'IPT est un instrument efficace particulièrement adapté pour accompagner l'annonce de nouvelles mesures de normalisation, car il peut empêcher des perturbations dans la transmission. Deuxièmement, l'annonce de l'IPT, qui ne signifie pas son activation immédiate, est une manière efficace de préserver la transmission harmonieuse de l'orientation de politique monétaire de la BCE dans une mesure qui ne pourrait pas être obtenue avec les autres instruments dont dispose l'Eurosystème, compte tenu de leurs caractéristiques de conception et de leur but spécifiques. Troisièmement, les éventuels effets secondaires résultant d'une annonce de l'IPT ne l'emportent pas sur les bénéfices de cette annonce pour atténuer le risque de fragmentation durant la normalisation et le resserrement de la politique monétaire dans l'environnement économique et géopolitique actuel très incertain. Cela est particulièrement vrai compte tenu des caractéristiques de conception et des garde-fous spécifiques de l'IPT, qui garantissent également que toute interférence potentielle avec l'orientation de politique monétaire serait évitée. Cela inclut aussi le fait que, étant conçu pour permettre une normalisation des taux directeurs au vu du niveau élevé actuel de l'inflation, l'IPT atténuerait également le risque d'un ralentissement de la dynamique en faveur de politiques budgétaires saines dans la zone euro.

Conformément à la gouvernance de l'IPT, le Conseil des gouverneurs ne l'activerait qu'après avoir constaté que des risques tangibles pour la transmission de la politique monétaire existent au moment de l'activation ; que des garde-fous adaptés sont en place à ce moment-là pour garantir le respect des

obligations et des principes contenus dans la législation de l'UE ; et après avoir procédé à une évaluation exhaustive de la proportionnalité pour établir que l'activation est proportionnée au mandat de maintien de la stabilité des prix de la BCE. Les achats au titre de l'IPT prendront fin soit pour refléter une amélioration durable de la transmission, soit sur la base d'une évaluation selon laquelle les tensions persistantes sont dues aux fondamentaux du pays.

En résumant l'évaluation de la situation économique et des perspectives de stabilité des prix, M. Lane a souligné que l'activité économique se ralentit, mais continue de bénéficier de la réouverture de l'économie. Les risques pesant sur les perspectives de croissance demeurent orientés à la baisse. La guerre menée par la Russie en Ukraine reste une source de risque important à la baisse, particulièrement si les approvisionnements en énergie en provenance de Russie étaient perturbés au point que des rationnements soient imposés aux entreprises et aux ménages de la zone euro. La guerre pourrait également détériorer davantage la confiance et aggraver les contraintes d'offre, tandis que les prix de l'énergie et des produits alimentaires pourraient demeurer durablement plus élevés que prévu. Un ralentissement plus net de la croissance mondiale constituerait aussi un risque pour les perspectives de la zone euro. Des actualisations purement mécaniques des projections de juin prévoient des risques de détérioration élevés pour la croissance du PIB au troisième trimestre.

L'inflation a de nouveau augmenté, passant de 8,1 % en mai à 8,6 % en juin. Dans l'ensemble, les tensions inflationnistes se sont généralisées et intensifiées, comme le montre la hausse de divers indicateurs de l'inflation sous-jacente. L'inflation devrait demeurer à un niveau élevé indésirable pendant un certain temps, en raison de la persistance des tensions exercées par les prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que de tensions le long de la chaîne des prix. La dépréciation de l'euro a également été une source de hausse de l'inflation. À l'avenir, en l'absence de nouvelles perturbations, les coûts de l'énergie devraient se stabiliser et les goulets d'étranglement du côté de l'offre s'atténuer. Conjuguée à la normalisation en cours de la politique monétaire, cette évolution devrait contribuer au retour de l'inflation au niveau de la cible de la BCE.

Les évolutions des mesures des anticipations d'inflation ont été contrastées. Les mesures des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes ont été légèrement révisées à la hausse, mais sont restées proches de 2 %. En revanche, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont sensiblement diminué dernièrement : les taux des *swaps* indexés sur l'inflation anticipée ont déjà intégré un retour de l'inflation à 2 %, à partir de niveaux supérieurs à ce chiffre, courant 2024. Globalement, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à 2 % environ, même si des révisions récentes de certains indicateurs à un niveau supérieur à la cible justifient un suivi continu.

Les risques entourant les perspectives d'inflation ont continué d'être orientés à la hausse et se sont intensifiés, en particulier à court terme. 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 de la

zone euro, 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, un éventuel affaiblissement de la demande à moyen terme atténuerait les tensions sur les prix.

Les taux d'intérêt de marché ont été exceptionnellement volatils en raison de la grande incertitude économique et géopolitique. De plus, la dispersion entre les rendements des obligations souveraines est restée élevée et les marchés mondiaux des actifs risqués ont enregistré de nouvelles baisses. Les coûts de financement des banques ont augmenté au cours des derniers mois, ce qui s'est traduit de plus en plus par une hausse des taux des prêts bancaires, pour les ménages en particulier. L'encours des prêts bancaires aux ménages reste élevé, mais devrait diminuer du fait d'une baisse de la demande. L'activité de prêt aux entreprises a elle aussi été robuste dans la mesure où les coûts élevés de production, la constitution de stocks et la diminution du recours au financement de marché créent un besoin continu de crédits bancaires. Dans le même temps, la demande de prêts à des fins de financement de l'investissement a reculé. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont durcies dans la zone euro.

Dans ce contexte, M. Lane a proposé de continuer à avancer sur la voie de la normalisation de la politique monétaire pour s'assurer que l'inflation retourne à la cible de 2 % à moyen terme. Outre l'approbation de l'IPT, il a proposé de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base. Ce relèvement est supérieur à ce qui avait été indiqué lors de la réunion de juin, mais un premier pas plus important sur la voie de la normalisation des taux d'intérêt de la BCE est approprié. Cette décision repose sur l'évaluation actualisée des risques pesant sur l'inflation et tient compte du soutien accru que l'IPT apportera en termes de transmission efficace de la politique monétaire. Un relèvement de cette ampleur contribuera au retour de l'inflation au niveau de la cible à moyen terme de la BCE en renforçant l'ancrage des anticipations d'inflation et en veillant à un alignement des conditions de la demande permettant d'atteindre la cible d'inflation à moyen terme de la BCE.

M. Lane a observé qu'il sera approprié de poursuivre la normalisation des taux d'intérêt lors des prochaines réunions. En anticipant la sortie des taux d'intérêt négatifs lors de la présente réunion, le Conseil des gouverneurs effectue une transition vers une approche réunion par réunion des décisions concernant les taux d'intérêt. La trajectoire future de la politique monétaire dépendra des données et sera guidée par la cible d'inflation de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Dans le contexte de la normalisation de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs devra évaluer différentes possibilités de rémunération des excédents de liquidité lors de l'une de ses prochaines réunions.

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

Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont globalement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro et des risques pesant sur les perspectives présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation demeure à un niveau élevé indésirable et devrait rester supérieure à la cible pendant un certain temps. Les dernières données disponibles signalent un ralentissement de la croissance économique, qui assombrit les perspectives relatives au second semestre 2022 et au-delà. Dans le même temps, même si les risques pesant sur la croissance sont orientés à la baisse – en liaison en particulier avec l'incertitude relative aux conséquences de l'invasion de l'Ukraine par la Russie – le ralentissement est amorti par plusieurs facteurs favorables. Les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse et se sont intensifiés, en particulier à court terme. Ils se propagent également plus largement.

S'agissant de l'environnement extérieur, le ralentissement du commerce mondial observé au premier trimestre 2022 s'est accentué, reflétant les évolutions dans les économies avancées comme dans les économies de marché émergentes. Des inquiétudes ont été exprimées quant à une détérioration des perspectives pour les États-Unis et le Royaume-Uni. Il a également été observé que la Chine ne serait probablement pas en mesure de jouer son rôle antérieur de moteur de la croissance mondiale, compte tenu du ralentissement de son économie.

Les membres du Conseil ont largement fait remarquer que la dépréciation de l'euro constitue un changement important dans l'environnement extérieur et implique des tensions inflationnistes plus fortes pour la zone euro, en particulier par le biais d'une hausse des coûts des importations d'énergie facturées en dollars. Il a été indiqué que les améliorations de la compétitivité et le soutien à la croissance qui sont normalement associés à une dépréciation de la monnaie sont entravés par les contraintes d'offre et les restrictions logistiques constatées à l'échelle mondiale. Dans le même temps, il a été suggéré que la majeure partie de la dépréciation vis-à-vis du dollar était due à des politiques monétaires divergentes, qui reflètent en partie des perspectives économiques différentes pour les deux économies. Il a été avancé que si les risques actuels de récession dans l'économie américaine devaient se concrétiser, l'euro s'apprécierait probablement. Toutefois, un effet opposé – et probablement dominant – pourrait résulter de la détérioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, qui entraîne généralement un renforcement du dollar.

En ce qui concerne les évolutions dans la zone euro, l'activité économique s'est ralentie et la guerre menée par la Russie en Ukraine continue de peser sur la croissance. Les répercussions négatives de

la forte inflation sur le pouvoir d'achat et la demande, les contraintes persistantes sur l'offre et la montée de l'incertitude exercent un effet modérateur sur l'économie. Les entreprises demeurent confrontées à une hausse de leurs coûts et à des perturbations de leurs chaînes d'approvisionnement, malgré l'apparition des premiers signes de réduction de certains goulets d'étranglement du côté de l'offre. La conjugaison de tous ces facteurs assombrit nettement les perspectives pour le second semestre 2022 et au-delà. Cela étant, l'activité économique continue de bénéficier de la réouverture de l'économie, de la solidité du marché du travail et du soutien des politiques budgétaires. Par exemple, avec la reprise des voyages, le tourisme devrait soutenir l'économie au cours des prochains mois. La consommation est favorisée par l'épargne accumulée par les ménages pendant la pandémie et par le dynamisme du marché du travail. Le chômage a reculé à un point bas historique de 6,6 % en mai et les offres d'emploi à pourvoir dans de nombreux secteurs attestent de la forte demande de main-d'œuvre.

Au cours de leur discussion, les membres du Conseil ont noté des signes croissants d'un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro qui pourrait se prolonger en 2023. Les données de l'enquête auprès des directeurs d'achat (PMI) relatives à la production dans le secteur manufacturier et les services font état d'un ralentissement de la dynamique. S'agissant du secteur manufacturier, l'indicateur est passé au-dessous du seuil indiquant une contraction pour la première fois depuis mi-2020. Les données d'enquêtes relatives aux nouvelles commandes et aux anticipations des chefs d'entreprise laissent penser que cet affaiblissement se poursuivra au cours des prochains mois. De plus, la confiance des consommateurs s'est détériorée pour s'établir à un point bas historique. L'inflation érode le patrimoine réel et l'épargne ainsi que les revenus réels, et la baisse des prix des actions implique des effets négatifs sur les dépenses en capital. Dans ce contexte, la prudence est de mise s'agissant des perspectives relatives à la consommation et à la demande d'investissements. Dans le même temps, il a été rappelé que l'économie de la zone euro a fait preuve d'une vigueur et d'une résilience considérables face aux multiples crises, notamment la pandémie et la guerre en Ukraine. De plus, il n'y a pas d'indication jusqu'à présent d'une récession majeure dans la zone euro. Dans ce contexte, il est nécessaire de bien comprendre la résistance actuelle de la dynamique du marché du travail.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que les risques pesant sur l'activité économique sont orientés à la baisse. Une prolongation de la guerre en Ukraine reste une source de risque à la baisse important pour la croissance, particulièrement si les approvisionnements en énergie en provenance de Russie étaient perturbés au point que des rationnements soient imposés aux entreprises et aux ménages. En effet, la possibilité de pénuries d'offre de gaz russe accroît la probabilité d'une récession. Plus généralement, la guerre pourrait entamer davantage encore la confiance et aggraver les contraintes d'offre, tandis qu'un ralentissement plus net de la croissance mondiale constituerait aussi un risque pour les perspectives de la zone euro. Le risque d'une nouvelle

vague de la pandémie a été considéré comme toujours présent, les taux d'infection demeurant élevés malgré des conditions météorologiques favorables. Globalement, il a été reconnu que les évolutions sur les marchés de l'énergie doivent être suivies avec attention, mais il a également été souligné que les scénarios de référence des projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème et les prévisions de la Commission européenne qui viennent d'être publiées ne prévoient pas de récession.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les politiques budgétaires contribuent à atténuer les retombées de la guerre en Ukraine pour ceux qui subissent de plein fouet le renchérissement de l'énergie. Des mesures temporaires et ciblées devraient être conçues de manière à limiter le risque d'alimentation des tensions inflationnistes. Les politiques budgétaires de tous les pays devraient viser à préserver la soutenabilité de la dette et à rehausser le potentiel de croissance de façon durable afin de renforcer la reprise. Il a été noté que la dispersion des taux d'inflation entre les différents pays de la zone euro et le rôle joué dans cette évolution par les prix de l'énergie et du gaz exigent une réponse qui ne peut être apportée par la politique monétaire à elle seule, mais doit être traitée par d'autres domaines de la politique économique. Avec toutefois une mise en garde : de telles annonces ne doivent pas être interprétées comme une recommandation en faveur d'une relance budgétaire continue et non ciblée.

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 a encore augmenté pour s'établir à 8,6 % en juin, et la flambée des prix de l'énergie a de nouveau été la composante la plus importante de l'inflation totale. Les tensions sur les prix se propagent à des secteurs toujours plus nombreux, en partie du fait des effets indirects des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. La hausse de la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente s'est par conséquent poursuivie. L'inflation devrait demeurer à un niveau élevé indésirable pendant un certain temps, en raison de la persistance des tensions exercées par les prix des produits alimentaires et de l'énergie ainsi que de tensions le long de la chaîne des prix. L'accentuation des tensions inflationnistes s'explique également par la dépréciation de l'euro. À l'avenir, en l'absence de nouvelles perturbations, les coûts de l'énergie devraient se stabiliser et les goulets d'étranglement du côté de l'offre s'atténuer, ce qui, conjugué à la normalisation en cours de la politique monétaire, devrait contribuer au retour de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs.

Il a été souligné que les dernières évolutions de l'inflation impliquent une matérialisation claire des risques à la hausse depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs. Une fois de plus, une surprise en matière d'inflation a été constatée en juin, confirmant le biais de sous-estimation observé récemment quand les résultats effectifs ont été comparés aux projections antérieures. Non seulement le taux d'inflation enregistré en juin a augmenté pour dépasser nettement les projections, mais les taux en glissement mensuel corrigés des variations saisonnières ont mis en évidence une poursuite

de la dynamique soutenue pour presque toutes les composantes de l'inflation. Il a également été observé que le mouvement haussier de l'inflation est intervenu malgré l'effet modérateur des mesures temporaires introduites pour faire face aux prix élevés de l'énergie. Les tensions inflationnistes réelles ont donc été encore plus fortes que suggéré par les chiffres officiels et ont reflété, dans une certaine mesure, les mesures gouvernementales.

Dans ce contexte, il a été avancé que les risques à la hausse prédominent clairement à court terme. Ces risques à la hausse ont été mis en évidence lors de l'actualisation des projections à court terme en tenant compte explicitement de la dynamique mensuelle plus soutenue observée récemment, du niveau élevé des marges de raffinage pour le pétrole, du lien renforcé entre les prix de l'électricité et les contrats à terme sur le pétrole et le gaz et de la répercussion manifestement plus rapide des prix de l'énergie et des prix à la production sur les prix à la consommation. Toutefois, il a été noté que ces perspectives à court terme actualisées sont difficilement convertibles en perspectives à moyen terme actualisées. Une question essentielle dans les perspectives relatives à 2023 est de savoir dans quelle mesure de nouvelles tensions inflationnistes pourraient encore être observées, car en l'absence de nouveaux chocs, la contribution importante de l'énergie et des produits alimentaires à la hausse de l'inflation devrait sinon diminuer mécaniquement. De plus, on ignore encore l'ampleur de la contribution des effets indirects à une nouvelle hausse de l'inflation sous-jacente au fil du temps.

En examinant la possibilité d'une persistance des tensions inflationnistes à moyen terme, il a été rappelé que les projections relatives à l'IPCH n'incluent pas encore totalement les coûts des logements occupés par leurs propriétaires, alors que les dernières données font état de tensions à la hausse relativement persistantes sur les coûts du logement malgré les hausses récentes des taux d'intérêt hypothécaires. Il a également été avancé que des variations à la hausse de l'inflation à moyen terme pourraient résulter de changements structurels dans l'économie. Une possible inversion partielle de la mondialisation et la transition verte ont été citées comme exemples de ces changements.

Sur l'horizon habituel de projection, il a été jugé important d'évaluer si d'éventuels effets de second tour ou un faible ancrage des anticipations pourraient impliquer une hausse de l'inflation à moyen terme ou si les tensions actuelles sur les prix sont de simples poussées d'inflation ponctuelles liées à la guerre qui cesseront une fois l'ajustement achevé. Il a été jugé que le recul attendu de l'inflation par rapport à son pic anticipé plus tard cette année repose sur deux facteurs principaux : premièrement, les effets de base et, deuxièmement, un processus de convergence avec la cible conformément aux prévisions de la courbe de Phillips. Toutefois, l'attention a été attirée sur le fait que ce type de prévision a déçu plus d'une fois par le passé. Il a par conséquent été considéré comme discutable de continuer à déplacer vers le haut les perspectives à court terme tout en les laissant inchangées à la fin de l'horizon, dans la mesure où la situation à court terme aura un impact sur la persistance et propagera donc les tendances de l'inflation sur le moyen terme. À cet égard, le processus d'inflation

pourrait s'avérer plus persistant que prévu dans les modèles dans lesquels les paramètres ont été maintenus à des valeurs qui avaient été estimées dans un environnement de faible inflation, même si ces valeurs devraient évoluer avec la hausse de l'inflation. De plus, des tensions sur les prix plus persistantes pourraient apparaître si les fortes contraintes d'offre impliquent une production potentielle plus faible qu'envisagé initialement. De tels effets négatifs sont d'autant plus probables si l'on ne parvenait pas à attirer davantage de personnes sur le marché du travail.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la persistance de l'inflation dépend, dans une large mesure, du comportement des salaires. La croissance des salaires, telle qu'elle ressort également des indicateurs prospectifs, a continué de s'accélérer progressivement au cours des derniers mois, mais elle reste encore modérée dans l'ensemble. À terme, le renforcement de l'économie et certains effets de rattrapage devraient soutenir une hausse plus rapide des salaires. Il a été rappelé qu'une inflation stationnaire à 2 % était cohérente avec une hausse annuelle des salaires de 3 % compte tenu de la croissance moyenne de la productivité. Il a été fait référence à des indications fournies par l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises, dans laquelle trois quarts des participants s'attendent à une croissance des salaires plus forte en 2023 qu'en 2022, ce qui indique un risque élevé d'effets de second tour. Il a également été fait référence à l'outil prospectif de suivi des salaires qui suggère une accélération de la croissance des salaires et va donc dans le sens d'une éventuelle persistance accrue de l'inflation.

Dans l'ensemble, il a été soutenu qu'il n'y a pas jusqu'à présent d'éléments signalant des effets de second tour importants, mais les surprises à la hausse répétées s'agissant de l'inflation et les indications selon lesquelles celle-ci est devenue plus persistante ont accru la probabilité que de tels effets se produisent. Dans ce contexte, il a été fait référence au Rapport économique annuel 2022 de la Banque des règlements internationaux, qui concluait que les transitions d'un régime de faible inflation vers un régime d'inflation élevée ont tendance à s'auto-alimenter, principalement en raison de la présence de spirales salaires-prix. Les membres du Conseil ont souligné que la formation des salaires dans la zone euro repose sur des accords salariaux pluriannuels qui se chevauchent, mais cela a également été considéré comme impliquant éventuellement des délais plus longs pour qu'une inflation plus élevée se reflète dans le processus de négociation. Le rattrapage des salaires nominaux en réponse à l'érosion actuelle des salaires réels pourrait donc encore se produire. Il existe un risque qu'une fois que les salaires auront commencé à évoluer, ils continuent à augmenter à moyen terme, en particulier au vu d'une persistance de l'inflation plus forte que ce qui est observé dans les autres grandes zones monétaires. Il a été avancé que jusqu'à présent les coûts du choc sur les termes de l'échange ont été essentiellement supportés par les salariés. Un rééquilibrage de la distribution de la « taxe » implicite entre salariés et employeurs prendra du temps, en fonction en partie des évolutions de la productivité, du pouvoir de négociation et de la capacité des entreprises à maintenir les marges bénéficiaires. Il a été avancé qu'il est nécessaire de suivre avec attention les évolutions des salaires,

dans la mesure où celles-ci pourraient transformer les effets sur le niveau des prix en inflation persistante. Toutefois, il a également été remarqué qu'un rééquilibrage entre les bénéfices et les salaires ne constituerait pas nécessairement le début d'une spirale salaires-prix.

Dans le même temps, il a été souligné que les taux d'inflation élevés actuels pourraient entraîner un renforcement de l'indexation des salaires et modifier par la suite les caractéristiques structurelles de la formation des salaires. Cela pourrait inverser la tendance antérieure de la croissance des salaires qui s'était mise en place dans un environnement de faible inflation. La situation actuelle soulève la question de savoir pourquoi les tensions manifestes sur le marché du travail n'ont pas entraîné jusqu'à présent d'accélération de la hausse des salaires. Une explication avancée est que les salariés continuent d'hésiter à demander des augmentations de salaire, même si le renforcement du pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix devrait avoir accru la marge de manœuvre pour accorder des hausses de salaire. Cela est corroboré par les résultats de l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises, ces dernières ayant déclaré à la fois des pénuries de main-d'œuvre et une répercussion plus aisée des coûts dans des prix de vente plus élevés. Dans ce contexte, il a également été souligné que des éléments montrent que la fréquence des réévaluations de prix est plus élevée face aux chocs de hausse des coûts significatifs observés actuellement.

S'agissant des anticipations d'inflation à long terme, la plupart des mesures ressortent actuellement à environ 2 % et sont donc encore conformes à la cible à moyen terme. Toutefois, des révisions récentes de certains indicateurs à un niveau supérieur à la cible justifient un suivi continu. Les mesures tirées d'enquêtes ont légèrement augmenté. En ce qui concerne l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations à long terme ont atteint un nouveau point haut historique de 2,2 %. La médiane est ressortie à 2 %, mais le nombre croissant de participants à l'enquête se situant à la limite supérieure de la distribution des anticipations a été perçu comme un signal d'alerte précoce de nouvelles évolutions de la moyenne. Il a été souligné que les anticipations se sont avérées relativement lentes à s'ajuster à la hausse après de nombreuses années d'inflation en-deçà de la cible. S'il en allait actuellement de même dans la direction opposée, il serait très difficile de réancrer les anticipations une fois qu'elles se seraient éloignées de la cible. Il a également été fait référence à l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs et au nouveau déplacement à la hausse des anticipations d'inflation à trois ans, après une baisse temporaire à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine. Ces évolutions à la hausse pourraient refléter des « effets liés à l'expérience », qui pourraient durer très longtemps et être difficiles à inverser.

Il a été mentionné que les dernières données d'enquêtes suggèrent une menace pour l'ancrage des anticipations d'inflation plus importante que ce qui ressort des mesures extraites des marchés financiers. Il a été remarqué que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché revêtent une importance pour la politique monétaire, car les marchés financiers transmettent les évolutions des taux d'intérêt. Jusqu'à présent, aucun mouvement extrême

n'a été observé dans ces mesures, malgré une volatilité accrue. Les mesures ont en réalité diminué depuis la mi-juin, les intervenants de marché anticipant une hausse des taux d'intérêt et une baisse de la croissance économique. D'une part, il a été avancé que le retour des anticipations juste au-dessus de 2 % – un niveau observé pour la dernière fois en janvier – suggère qu'elles sont bien ancrées. Cela a été jugé comme corroborant la notion que le niveau actuellement élevé de l'inflation résulte principalement de facteurs d'offre et non des anticipations. D'autre part, la question a été soulevée de savoir si cela pouvait être considéré comme un ancrage stable alors que ces anticipations ont d'abord augmenté considérablement à près de 2,5 % avant de diminuer de la même valeur. Cela invite à ne pas trop s'en remettre aux mesures plus rassurantes extraites des marchés et aux modèles qui les utilisent.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation continuent d'être orientés à la hausse et se sont intensifiés, en particulier à court terme. En ce qui concerne les perspectives d'inflation à moyen terme, ces risques comprennent une détérioration prolongée de la capacité de production de l'économie de la zone euro, la persistance de prix élevés de l'énergie et des produits alimentaires, une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de la cible du Conseil des gouverneurs et des augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Toutefois, si la demande s'affaiblissait à moyen terme du fait d'un ralentissement économique, les tensions sur les prix s'atténueraient.

Les risques entourant les perspectives d'inflation à moyen terme ont été jugés comme étant clairement orientés à la hausse. Il a été avancé que même une récession ne réduirait pas nécessairement les risques à la hausse, en particulier si elle était liée à une rupture d'approvisionnement en gaz ou à un autre choc d'offre impliquant une nouvelle hausse de l'inflation. Dans le même temps, il a été avancé que ce scénario de faible croissance, mais d'inflation élevée et durable du fait de chocs d'offre pouvait être opposé à un scénario où la faible croissance remédierait elle-même à l'inflation élevée. Cela semble être l'opinion actuelle des marchés, qui reflètent une combinaison d'anticipations de croissance en baisse et d'anticipations d'inflation plus faibles. À cet égard, le comportement des syndicats en réponse à une récession a été perçu comme fondamental.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les coûts de financement des banques ont augmenté ces derniers mois, ce qui s'est traduit de plus en plus par une hausse des taux des prêts bancaires, pour les ménages en particulier. Il a été remarqué, toutefois, que l'augmentation des coûts de financement des banques était restée contenue, probablement en raison du fait que, de manière générale, les banques ne versent pas encore d'intérêts sur les dépôts de leurs clients et qu'elles continuent d'avoir accès à des conditions de financement favorables auprès de l'Eurosystème, notamment grâce aux opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). En outre, la transmission de la hausse des coûts de financement aux taux des prêts bancaires n'est pas achevée

dans certains pays, peut-être en raison d'une forte concurrence entre banques ou de retards habituels de transmission. Cependant, les taux des prêts bancaires pourraient commencer à augmenter plus fortement dans les trimestres à venir. L'encours des prêts bancaires aux ménages est resté élevé, mais devrait diminuer du fait d'une baisse de la demande de prêts.

L'activité de prêt aux entreprises a été robuste dans la mesure où les coûts élevés de production, la constitution de stocks et la diminution du recours au financement de marché ont créé un besoin continu de crédits bancaires. Dans le même temps, la demande de prêts à des fins de financement de l'investissement a reculé. La modération de la croissance monétaire s'est poursuivie du fait de la baisse de l'épargne liquide et du ralentissement des achats d'actifs de l'Eurosysteme. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire signale un resserrement, au deuxième trimestre de l'année, des critères d'octroi de toutes les catégories de prêts, les banques s'inquiétant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans le contexte actuel d'incertitude.

Dans l'ensemble, malgré la hausse du coût d'emprunt et la baisse des prix des actions, il a été estimé que les conditions monétaires et financières restent favorables, également lorsque l'on tient compte de la contribution du taux de change. Les taux d'intérêt réels pour les échéances courtes ont diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, car l'inflation anticipée a été révisée à la hausse, tandis que pour les échéances longues, les taux réels ont légèrement augmenté. Les taux d'intérêt de marché ont été volatils en raison de la grande incertitude économique et géopolitique. Il a été remarqué que les anticipations des marchés relatives aux taux à la fin du cycle de relèvement des taux d'intérêt ont également affiché une forte volatilité, qui a augmenté jusqu'à mi-juin du fait des anticipations d'une hausse des taux d'intérêt avant de diminuer lorsque la perception des risques de récession a augmenté.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil sont convenus qu'il était approprié d'adopter de nouvelles mesures conduisant à une normalisation de la politique monétaire. Au cours des derniers mois, l'inflation a été plus élevée qu'attendu à plusieurs reprises, et certains des risques à la hausse que le Conseil des gouverneurs avait anticipés en juin se sont concrétisés, tandis que de nouvelles hausses des prix de l'énergie pèsent sur les perspectives de croissance économique. Les risques à moyen terme se sont également accrus. Il a été rappelé que la politique monétaire n'était pas en mesure d'apporter un soutien efficace lorsque l'économie est touchée par une série de chocs d'offre. Comme cela a été le cas pendant la pandémie, les autorités publiques ont été plus à même d'apporter un soutien aux ménages et aux entreprises, ce qui a permis à la politique monétaire de se centrer sur les évolutions de l'inflation et de prendre les mesures nécessaires conformément au mandat de la BCE.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Il a été estimé que les pressions inflationnistes se sont intensifiées depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin, à court terme en particulier. Il a été souligné qu'une inflation durablement élevée fait peser un risque croissant de désancrage des anticipations d'inflation à long terme, même si tant les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché que les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes sont toujours largement conformes à la cible d'inflation à moyen terme du Conseil des gouverneurs. L'attention a été attirée sur le fait qu'un ancrage durable des anticipations d'inflation dépend de la mise en œuvre par le Conseil des gouverneurs de mesures décisives pour remédier à la détérioration des perspectives d'inflation.

Dans ce contexte, il a été jugé approprié de réaffirmer la détermination du Conseil des gouverneurs à ramener l'inflation à sa cible de 2 % à moyen terme, en particulier compte tenu du fait qu'un instrument est en train d'être conçu pour éviter des réactions injustifiées et désordonnées des marchés financiers face à la normalisation en cours de la politique monétaire et pour préserver la transmission harmonieuse de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

Les membres du Conseil ont tout d'abord discuté de la proposition de M. Lane d'approuver la création de l'IPT, tel que proposé par le directoire. Les membres du Conseil ont souligné l'importance de cette mesure, qui a été considérée comme décisive pour garantir la transmission harmonieuse de l'orientation de politique monétaire et pour permettre au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix. L'IPT complètera l'éventail des instruments à la disposition du Conseil des gouverneurs lorsque la fragmentation constituera une menace pour la transmission de la politique monétaire, et renforcera la flexibilité dans les réinvestissements au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) et du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT). Les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans le fait que l'IPT, avec des critères d'éligibilité clairs, une procédure d'activation bien structurée et des conditions bien définies pour cesser d'y recourir, renforcera le potentiel de stabilisation de la panoplie d'instruments et permettra d'apporter une réponse efficace en cas de dynamique de marché injustifiée et désordonnée. Dans cette optique, l'IPT complètera les autres instruments disponibles pour remédier à la fragmentation en contribuant à soutenir la transmission harmonieuse de la politique monétaire dans l'ensemble des pays de la zone euro pendant la normalisation de l'orientation de politique monétaire. Il a été jugé essentiel d'établir de façon détaillée le bien-fondé de l'IPT du point de vue de la politique monétaire et de disposer d'un cadre clair pour son activation.

L'IPT a été jugé comme étant un outil important permettant d'accroître la résilience de l'Union économique et monétaire, qui, en raison de la politique budgétaire décentralisée et de l'absence d'une véritable union bancaire et des marchés de capitaux, est toujours inachevée et exposée à des chocs asymétriques. Cette situation d'inachèvement ne disparaîtra qu'avec des modifications fondamentales de l'architecture de la zone euro. Dans ce contexte, la politique monétaire doit jouer son rôle, dans le

cadre du mandat de la BCE, pour remédier à la fragmentation dans la mesure où celle-ci entrave la transmission harmonieuse de l'orientation de politique monétaire, une condition préalable pour que la BCE soit en mesure de remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix. Il a été considéré que des risques de fragmentation sont plus susceptibles de survenir dans l'environnement actuel, alors que la politique monétaire est en train de se normaliser dans une période de chocs d'offre importants et d'accroissement des risques pour la croissance économique. Tandis que la BCE prend actuellement des mesures pour préserver l'efficacité de la politique monétaire, il a été suggéré que les gouvernements européens devraient, dans le cadre de leur propre domaine de responsabilité, mettre en œuvre des réformes institutionnelles afin de mieux lutter contre les sources sous-jacentes de fragmentation dans la zone euro.

Il a été considéré que l'IPT a été conçu de manière proportionnée et qu'il comprend suffisamment de garde-fous et de conditions pour garantir que le Conseil des gouverneurs agit dans les limites de son mandat. Il a été rappelé que la Cour de justice de l'Union européenne a confirmé dans sa jurisprudence que, en exerçant sa compétence en matière de politique monétaire afin de remplir son objectif de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs dispose d'un large pouvoir discrétionnaire, mais doit procéder à une évaluation approfondie de la proportionnalité de toute nouvelle initiative. Les travaux approfondis menés ces trois derniers mois sur l'IPT par les comités de l'Eurosystème et les experts de la BCE étayaient clairement le fait que le Conseil des gouverneurs fonde ses décisions sur une analyse approfondie reposant sur les trois dimensions de l'évaluation de la proportionnalité : efficacité, efficience et effets secondaires limités. Cette analyse a permis de conclure que l'instrument intègre des critères d'éligibilité et des conditions d'activation suffisants, ainsi qu'un certain nombre de garde-fous supplémentaires. Le nouvel instrument constitue ainsi une réponse proportionnée au défi que représente la fragmentation pour la conduite efficace et efficiente de la politique monétaire. Il a également été souligné que l'IPT a été conçu de manière à éviter de dissuader les gouvernements de poursuivre des politiques économiques solides, en matière budgétaire en particulier.

Bien que la remarque ait été faite que le succès de l'IPT requiert *in fine* un engagement suffisant des gouvernements à poursuivre la dynamique en faveur de l'adoption de politiques budgétaires et économiques solides, il a été jugé essentiel que le Conseil des gouverneurs souligne sa volonté d'utiliser l'IPT dans la mesure nécessaire pour remédier aux risques de transmission et, le cas échéant, en vertu des conditions fixées. En outre, il a été rappelé que le programme OMT serait utilisé pour faire face aux problèmes plus durables et plus fondamentaux et que, si la politique monétaire est en mesure d'apporter une réponse à des crises de liquidité auto-réalisatrices, il incombe à d'autres acteurs de résoudre les problèmes de solvabilité. À cet égard, il a été souligné que, lors de son évaluation de la soutenabilité de la dette publique, le Conseil des gouverneurs tiendra compte, lorsqu'elles sont disponibles, des analyses de soutenabilité de la dette réalisées par la Commission européenne, le mécanisme européen de stabilité, le FMI et d'autres institutions, ainsi que des

analyses internes de la BCE, sans établir de hiérarchie entre les analyses des différentes institutions. Surtout, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs réalisera cette évaluation à son entière discrétion.

Au vu de ce qui précède, les membres du Conseil ont soutenu unanimement la création de l'IPT, comme proposé par M. Lane dans son introduction. L'unité et l'esprit d'équipe qui ont présidé les discussions entre membres du Conseil des gouverneurs ont été largement salués, et les comités de l'Eurosystème et les experts de la BCE et des banques centrales nationales ont été remerciés pour leur collaboration efficace pendant la phase préparatoire. Il a été jugé que la décision unanime du Conseil des gouverneurs et sa communication ferme et convaincante confèrent une forte crédibilité à l'IPT.

S'agissant de la question de l'orientation actuelle de la politique monétaire, un très grand nombre de membres sont convenus qu'il est approprié de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base, comme l'a proposé M. Lane. Un relèvement de 50 points de base a été jugé justifié au vu de la détérioration des perspectives d'inflation depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a effectué un premier pas sur la voie de la normalisation des taux d'intérêt plus important qu'indiqué lors de sa réunion précédente, en appliquant les principes énoncés de dépendance vis-à-vis des données et d'optionnalité. Cela a été considéré comme un signal clair de sa détermination à agir et à remplir son mandat.

Certains membres du Conseil ont plaidé en faveur d'un relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base, car c'est ce qui avait été annoncé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin et resterait ainsi cohérent avec la communication précédente du Conseil des gouverneurs. Au vu des risques imminents de récession, un relèvement de 25 points de base a été jugé plus en ligne avec une normalisation progressive de la politique monétaire. Cela a également été perçu comme étant compatible avec le retour de l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs lorsque les chocs transitoires se seront atténués. En outre, la crainte a été exprimée que, si le Conseil des gouverneurs s'écarte de son orientation précédente et surprend les marchés avec un relèvement plus important que prévu, cela accentuerait l'incertitude actuelle sur les marchés.

Malgré ces considérations, il a été maintenu que le Conseil des gouverneurs doit démontrer sa volonté et sa capacité d'apporter une réponse si les perspectives évoluaient. Il a également été avancé que, bien que cela représente un relèvement plus important que prévu, une hausse des taux d'intérêt de 50 points de base fournit une plus grande clarté aux intervenants de marché dans un environnement hautement incertain. De plus, il a été estimé que l'orientation de politique monétaire demeure accommodante même après un relèvement de 50 points de base.

Les membres du Conseil sont largement convenus que l'IPT apporte un soutien renforcé pour la transmission efficace de la politique monétaire, aidant ainsi le Conseil des gouverneurs à prendre des

mesures plus décisives que prévu lors de la réunion de juin en ce qui concerne la normalisation de la politique monétaire. Même si l'IPT doit permettre au Conseil des gouverneurs de faire face plus efficacement à des évolutions injustifiées et désordonnées sur les marchés financiers, il a également été jugé nécessaire pour permettre au Conseil des gouverneurs d'agir de manière plus résolue afin de maintenir la stabilité des prix.

Il a été souligné qu'une décision de relever les taux d'intérêt de 50 points de base lors de la présente réunion doit être considérée comme une anticipation de la sortie des taux négatifs et comme s'inscrivant dans un ajustement nécessaire des taux d'intérêt afin de normaliser la politique monétaire, plutôt que comme l'indication d'un changement concernant le taux auquel s'attendre à la fin du cycle de normalisation. En effet, le Conseil des gouverneurs n'a pas modifié son évaluation concernant le taux à la fin du cycle de relèvement, qui ne pourra être déterminé plus précisément que lorsque les taux d'intérêt s'en rapprocheront davantage. Un relèvement de 50 points de base portera le taux de la facilité de dépôt à zéro, mettant un terme à la période de taux d'intérêt négatifs, qui n'étaient clairement plus justifiés au vu des anticipations d'inflation à long terme se situant à 2 % ou au-dessus et du niveau actuellement élevé de l'inflation. En outre, il a été avancé qu'en anticipant un relèvement de 50 points de base en juillet, le Conseil des gouverneurs bénéficiera d'une plus grande flexibilité lors de ses prochaines réunions pour réagir aux dernières données disponibles et pour poursuivre la normalisation de la politique monétaire.

S'agissant de la réunion de septembre et des réunions suivantes, les membres du Conseil ont exprimé un large soutien à la proposition de M. Lane en faveur d'une transition vers une approche réunion par réunion des décisions concernant les taux d'intérêt. Même si la *forward guidance* sur les taux d'intérêt constitue un instrument puissant lorsque les taux d'intérêt sont proches de leur plancher effectif, son utilité a été jugée comme étant considérablement réduite dans la phase de normalisation. Dans les circonstances actuelles d'incertitude exceptionnellement élevée, il a été considéré qu'une *forward guidance* spécifique concernant la trajectoire future des taux d'intérêt limiterait excessivement la capacité du Conseil des gouverneurs à recourir à l'optionnalité, à la flexibilité et à se fonder sur les données, avec le risque d'être lié à des décisions qu'il devra par la suite annuler lorsque la situation évoluera. Dans ce contexte, l'attention a été attirée sur la *forward guidance* continue concernant l'évolution du bilan de l'Eurosystème.

Diverses opinions ont été exprimées sur la nécessité de la progressivité et sur l'interprétation de cette notion, ainsi que sur la manière de la concilier avec la nécessité de s'appuyer sur les données et de n'écarter aucune option. D'une part, il a été souligné que dans un environnement incertain où les dernières données disponibles indiquent des risques croissants pour la stabilité des prix, il convient de privilégier l'optionnalité par rapport à la progressivité. D'autre part, il a été soutenu que la progressivité doit être interprétée comme le fait d'avancer étape après étape en matière de normalisation de la politique monétaire et non de passer directement à un taux de fin de cycle qui serait hautement

incertain dans les conditions actuelles. En ce sens, un relèvement de 50 points de base a été considéré comme progressif et compatible avec les principes de flexibilité, d'optionnalité et de dépendance aux données, qui continueront de déterminer la trajectoire de normalisation.

Les membres sont convenus que la flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP demeure la première ligne de défense pour contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission. Au cours de la discussion, la question a été posée de savoir si le resserrement des écarts de rendement observé depuis mi-juin peut être attribué à l'activation des réinvestissements flexibles au titre du PEPP ou s'il est lié à d'autres facteurs, tels que l'anticipation de la création par le Conseil des gouverneurs d'un nouvel instrument pour lutter contre la fragmentation, et si l'activation de la flexibilité du PEPP en juin était nécessaire.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont exprimé leur volonté de se rallier au consensus concernant le relèvement des trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base. La communication devait reconnaître que les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation se sont intensifiés, à court terme en particulier. Il a également été souligné que la décision du Conseil des gouverneurs repose sur une évaluation actualisée des risques pour les perspectives d'inflation à moyen terme. La décision doit être considérée comme une nouvelle étape dans un processus de normalisation en cours qui a débuté en décembre de l'année dernière avec la suppression des mesures de politique monétaire non conventionnelles. Il a été jugé important de souligner que le relèvement de 50 points de base ne constitue pas un déplacement à la hausse de la trajectoire des taux d'intérêt, mais plutôt une anticipation de la normalisation de la politique monétaire.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres, et après s'être assuré qu'il n'y avait pas d'autres commentaires, sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a approuvé la création de l'IPT avec les nombreuses conditions et garde-fous énoncés dans le communiqué de presse qui s'y rapporte.

Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base. Par conséquent, les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront relevés à respectivement 0,50 %, 0,75 % et 0,00 % à compter du 27 juillet 2022.

Lors des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, il conviendra de poursuivre la normalisation des taux. En anticipant la sortie des taux d'intérêt négatifs, le Conseil des gouverneurs effectue une transition vers une approche réunion par réunion des décisions concernant les taux

d'intérêt. La trajectoire future des taux directeurs du Conseil des gouverneurs restera dépendante des données et contribuera à assurer que sa cible d'inflation de 2 % à moyen terme soit atteinte.

Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire.

S'agissant du PEPP, le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme 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.

Les remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille PEPP sont réinvestis de façon flexible afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission.

Le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations effectuées 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 sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Le nouvel instrument à la disposition du Conseil des gouverneurs, l'IPT, préservera la transmission harmonieuse de son orientation de politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

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 21 juillet 2022](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

[L'instrument de protection de la transmission](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 20 et 21 juillet 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 juillet 2022 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission**
- Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat
- M. Rostagno, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Politique monétaire
- M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

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

Personnes accompagnantes

- Mme Buch
- M. Demarco
- Mme Donnery
- M. Gavilán
- Mme Goulard
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Kuodis
- M. Lünemann
- M. Nicoletti Altimari
- M. Rosalino, remplaçant de M. Centeno
- 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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 6 octobre 2022.