

LE MOT DU PRÉSIDENT *

* La rédaction de ce texte a été finalisée au 30 juin 2023.



L'année 2022 a été marquée par des niveaux historiques d'inflation dans la zone euro, provoqués par la lente résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, la normalisation de la demande, la levée des restrictions liées à la pandémie, les conséquences de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine et sa population ainsi que par une accumulation exceptionnelle d'incertitudes au niveau mondial.

Face à cette situation exceptionnelle, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a agi de manière résolue, dès fin 2021 et au cours de l'année 2022, en normalisant sa politique monétaire afin d'assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN 2022

Après avoir annoncé en décembre 2021, entre autres mesures, l'arrêt des achats nets d'actifs au titre du Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) à la fin du mois de mars 2022, le Conseil des gouverneurs a indiqué, en mars 2022, que les achats nets d'actifs au titre du programme d'achats d'actifs (APP) pourraient s'achever au troisième trimestre 2022. Le Conseil des gouverneurs a ainsi réagi à l'intensification des tensions inflationnistes en début d'année 2022 qui se limitaient à ce moment largement aux postes énergie et produits alimentaires de l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

En juin 2022, les perspectives d'inflation avaient toutefois considérablement changé. En effet, les projections de référence des services de l'Eurosystème de juin 2022 comportaient une importante révision à la hausse de la trajectoire de l'inflation projetée, les coûts de l'énergie ayant poussé les prix à la hausse dans de nombreux secteurs. Ainsi, en raison de cet élargissement des pressions sur les prix à la consommation, les projections de référence faisaient état d'une inflation hors énergie et produits alimentaires supérieure à 2 % pendant trois années consécutives.

Sur la base de son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, le Conseil des gouverneurs a pris, en juin 2022 et en juillet 2022, de nouvelles mesures de normalisation de la politique monétaire. En juin, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre un terme aux achats nets dans le cadre de l'APP à compter du 1^{er} juillet 2022. En juillet, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs pour la première fois en onze ans, portant le taux d'intérêt appliqué à la facilité de dépôt de l'Eurosystème à zéro pour cent et mettant ainsi fin aux taux d'intérêt négatifs. En juillet, le Conseil des gouverneurs a également approuvé la création du nouvel « instrument de protection de la transmission » (IPT). L'IPT pourra être activé pour lutter contre une dynamique de marché injustifiée, désordonnée, qui représente une menace grave pour la transmission de la politique monétaire. En assurant une bonne transmission de la politique monétaire dans tous les pays de la zone euro, l'IPT devrait permettre au Conseil des gouverneurs de remplir plus efficacement son mandat de maintien de la stabilité des prix.

Les pressions sur les prix s'étant encore accentuées, en septembre 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux directeurs de 75 points de base, la plus forte hausse des taux directeurs mise en œuvre depuis l'introduction de l'euro. Cette mesure a permis d'anticiper la transition de taux d'intérêt directeurs très accommodants vers des niveaux assurant un retour au plus tôt possible de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme.

En octobre, l'inflation avait atteint le niveau le plus élevé jamais enregistré dans la zone euro dans son ensemble (10,6 % en glissement annuel). L'inflation demeurant beaucoup trop élevée et étant projetée de rester supérieure à l'objectif pendant une période prolongée, le Conseil des gouverneurs a de nouveau relevé les taux d'intérêt directeurs de 75 points de base. Avec ce troisième relèvement consécutif des taux directeurs, il a accompli des progrès substantiels dans le retrait du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire.

En décembre, les goulets d'étranglement concernant l'offre s'étaient atténués et les effets de la levée des restrictions liées à la pandémie étaient plus faibles mais contribuaient encore à l'inflation. D'autres facteurs ont continué à nourrir la hausse des prix à la consommation, comme la hausse des produits alimentaires, la dépréciation de l'euro et la progression des salaires nominaux portée par des marchés du travail robustes ainsi que certains effets de rattrapage visant à compenser la hausse des prix. Par ailleurs, dans certains secteurs, des augmentations des prix suite à une augmentation des marges ont pu également être constatées.

Dans ce contexte, les projections de référence des services de l'Eurosystème de décembre 2022 ont indiqué une nouvelle révision substantielle à la hausse des perspectives d'inflation.

Face à la perspective d'une inflation demeurant toujours beaucoup trop élevée et restant supérieure à l'objectif pendant une trop longue période, le Conseil des gouverneurs s'est vu amené à relever de nouveau les trois taux directeurs, en l'occurrence de 50 points de base. En outre, il a également estimé que, bien que des progrès importants aient été accomplis sur la voie de la normalisation, les taux d'intérêt devraient encore être augmentés sensiblement et à un rythme régulier pour atteindre des niveaux suffisamment restrictifs, et maintenus à des niveaux restrictifs, afin d'assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme et d'éviter un risque d'un glissement persistant à la hausse des anticipations d'inflation.

Alors que les taux directeurs de l'Eurosystème sont le principal instrument pour définir l'orientation de la politique monétaire, en décembre 2022, le Conseil des gouverneurs a examiné des principes en vue de la normalisation des titres détenus par l'Eurosystème à des fins de politique monétaire. Ainsi, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'à partir de début mars 2023, l'Eurosystème ne réinvestirait plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP. Le portefeuille de l'APP diminuerait à un rythme mesuré et prévisible, à savoir de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2023. S'agissant du PEPP, le Conseil des gouverneurs a indiqué qu'il entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à fin 2024. Toujours en décembre 2022, le Conseil des gouverneurs a annoncé qu'il révisera son cadre opérationnel en matière de pilotage des taux d'intérêt à court terme.

LES ÉVOLUTIONS RÉCENTES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Suite à son annonce de décembre 2022 indiquant que les taux d'intérêt devraient augmenter sensiblement à un rythme régulier, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux d'intérêt de l'Eurosystème de 50 points de base en février 2023.

En mars 2023, dans un contexte de tensions sur les marchés financiers provoquées en dehors de la zone euro et conformément à sa détermination à assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme, il a décidé d'augmenter les taux directeurs de 50 points de base. Il a clarifié que les décisions relatives aux taux directeurs, basées sur une approche s'appuyant sur les données, seraient prises en fonction de l'évaluation des perspectives de l'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

En mai 2023, le Conseil des gouverneurs a également annoncé qu'il prévoyait de mettre fin, à partir de juillet 2023, aux réinvestissements au titre de l'APP en ligne avec l'approche annoncée en décembre 2022 afin de veiller à ce que le rythme de la réduction du portefeuille de l'APP reste aligné sur la stratégie de politique monétaire et sur son orientation globale, de préserver le bon fonctionnement du marché et de conserver un contrôle ferme des conditions à court terme sur le marché monétaire.

Il est vrai que les très fortes augmentations des prix de l'énergie à partir du début de 2022 ont entraîné des effets de base à la baisse sur l'inflation de l'énergie courant 2023. Mais même si l'inflation globale en glissement annuel s'est ralentie depuis le mois d'octobre 2022, les perspectives de l'inflation devraient rester trop élevées sur une période trop longue. Même si certains indicateurs laissent apparaître quelques signes d'affaiblissement, les indicateurs des mesures des tensions sous-jacentes (« core inflation ») sur les prix sont demeurés robustes.

Respectivement en mai et en juin 2023 et sur la base de son évaluation actualisée le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les taux directeurs de 25 points de base. Depuis juillet 2022, le Conseil

des gouverneurs a donc augmenté les taux directeurs de la BCE de 400 points de base. La transmission de cette considérable hausse des taux nominaux aux conditions de financement est vigoureuse et leurs effets se font progressivement sentir dans l'ensemble de l'économie. Les coûts d'emprunt ont nettement augmenté et la croissance des prêts s'est ralentie. Depuis juillet 2022, les actifs détenus à des fins de politique monétaire ont par ailleurs diminué d'environ 1.600 milliards d'euros, contribuant à la normalisation du bilan de l'Eurosystème.

Alors qu'un soutien budgétaire est crucial pour à la fois atténuer les retombées de la guerre en Ukraine et financer des dépenses y relatives, les mesures visant à protéger l'économie des conséquences des prix élevés de l'énergie doivent être temporaires, ciblées, et conçues de manière à ne pas aller à l'encontre des incitations à réduire la consommation d'énergie. Afin d'éviter d'accentuer les tensions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait une réponse de politique monétaire plus forte, les mesures budgétaires devraient cependant être retirées rapidement et de manière concertée dans un sillage d'un relâchement des prix de l'énergie.

Le Conseil des gouverneurs a déclaré continuer son approche consistant à ajuster la politique monétaire de manière dépendante des données réunion par réunion, une approche dont l'importance est renforcée par les niveaux toujours élevés des multiples incertitudes, entre autres, économiques et géopolitiques.

L'EURO NUMÉRIQUE

Au niveau de l'Eurosystème, la phase d'étude d'un projet d'euro numérique (Central Bank Digital Currency, CBDC) s'est poursuivie tout au long de l'année 2022 et devrait se conclure à l'automne 2023. Cette phase doit permettre de définir les fonctionnalités d'un éventuel euro numérique, d'en élaborer un prototype et d'effectuer une étude de marché afin de s'assurer que ce nouveau moyen de paiement convienne au mieux aux attentes des citoyens, des entreprises et des intermédiaires.

Le Conseil des gouverneurs analysera les résultats de la phase d'étude en automne 2023 et jugera sur cette base de la pertinence d'entrer dans la prochaine phase du projet, qui serait la phase de préparation visant à définir les solutions techniques ainsi que les modalités de fonctionnement d'un éventuel euro numérique. Aucune décision de lancer un euro numérique ne sera prise avant l'adoption d'une législation européenne en la matière.

Avec l'introduction d'un euro numérique, les citoyens auraient la possibilité, s'ils le désirent, de détenir de la monnaie de banque centrale non plus seulement, comme actuellement, sous forme de billets de banque centrale mais également dans un monde de plus en plus digitalisé, sous forme d'un portefeuille numérique, qui pourrait être utilisable en ligne mais également hors ligne. Dans chacun de ces deux domaines d'utilisation, il serait assuré de hauts niveaux de confidentialité et de protection de la vie privée. Concernant les transactions, l'étendue des informations dont les banques centrales auraient connaissance sera extrêmement limitée. En outre, l'inclusion financière numérique serait un principe clé de l'euro numérique.

La BCL participe à la *High Level Task Force* mise en place par le Conseil des gouverneurs pour mener à bien les différentes phases du projet.

LES BILLETS DE BANQUE EN EURO

L'année 2022 a marqué le 20^{ème} anniversaire de l'introduction des billets de banque centrale en euro. Ils sont un des symboles les plus tangibles de l'intégration européenne et sont utilisés dans un espace économique - la zone euro - comptant plus de 340 millions d'habitants.

Dans le cadre de sa stratégie fiduciaire, l'Eurosystème vise à garantir l'accès aux billets de banque centrale et aux pièces et leur acceptation, aussi bien comme moyen de paiement que comme réserve de valeur. En ce sens, depuis plusieurs années l'Eurosystème a initié des travaux afin que les futurs billets continuent à être un moyen de paiement sûr et efficace, mais aussi qu'ils soient compréhensibles pour tous les Européens. Les aspects de développement durable et de respect de l'environnement sont également pris en considération. Le Conseil des gouverneurs décidera du thème et du graphisme de la prochaine série des billets, prenant en compte l'avis du public et les conseils de différents groupes d'experts.

LE VERDISSEMENT DES ACTIVITÉS DE BANQUE CENTRALE ET LES INITIATIVES ENVIRONNEMENTALES

La BCL est membre du Réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du système financier (NGFS¹) depuis septembre 2018. Dans le cadre du nouveau programme de travail du NGFS, publié en 2022, la BCL s'engage dans les axes de travail sur la supervision, la politique monétaire et le *net zero* pour les banques centrales. Elle participe également au groupe de travail sur le renforcement des capacités et la formation et elle a rejoint le réseau d'experts sur les questions juridiques.

Au niveau de l'Eurosystème, en 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé de graduellement améliorer l'empreinte carbone des obligations d'entreprise dans les portefeuilles de l'Eurosystème détenues à des fins de politique monétaire ou en tant que garanties, d'instaurer des exigences de déclaration en matière de climat et de renforcer ses pratiques de gestion des risques. Ces mesures visent à mieux tenir compte du risque climatique pesant sur le bilan de l'Eurosystème et, en référence à l'objectif secondaire de l'Eurosystème, à soutenir la transition écologique de l'économie conformément aux objectifs de neutralité carbone de l'Union européenne (UE).

En ce qui concerne ses activités internes, la BCL a mis en place, en 2022, une organisation interne dédiée aux questions climatiques qui se concentre, entre autres, sur l'amélioration de l'empreinte carbone de ses propres opérations. Ceci comprend, par exemple, l'amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments, la gestion des déchets, les considérations environnementales dans la politique d'achat, le suivi de l'empreinte carbone des voyages d'affaires, etc.

Il est pertinent de noter que la BCL a récemment publié un premier rapport sur l'impact climatique de ses portefeuilles hors politique monétaire, qui comprennent les investissements des fonds propres de la banque et du fonds de pension (pension légale 1^{er} pilier) du personnel. Ces informations s'inscrivent dans le cadre d'un effort plus large de transparence sur l'exposition des portefeuilles financiers de l'Eurosystème aux risques liés au climat et sur leur empreinte environnementale.

L'ÉVOLUTION DES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

En 2022, les services de la BCL ont été fortement sollicités par la poursuite de la mise en œuvre de la stratégie Vision 2020 relative aux infrastructures de marché, qui comporte trois projets (TIPS², T2 et ECMS³) à l'impact important pour les contreparties de l'Eurosystème.

Au cours de 2022, la BCL a continué de soutenir les opérations courantes effectuées sur TIPS, mis en service dès Novembre 2018.

Le volet TARGET Consolidation, toujours à l'état de projet en 2022, a quant à lui requis des efforts conséquents de la part de la BCL ainsi que de l'ensemble de la communauté bancaire luxembourgeoise, s'agissant de finaliser les activités préparatoires avant sa mise en production au premier trimestre 2023.

Pour rappel, le projet TARGET Consolidation avait pour objectif de remplacer l'ancienne plateforme TARGET2 par une nouvelle plateforme T2 qui partage des composants avec TARGET2-Securities (T2S), justifiant l'appellation retenue pour ce projet. Parmi les bénéfices de cette nouvelle plateforme T2, nous pouvons mentionner d'une part une plus grande adéquation aux pratiques actuelles de marché, telles que l'utilisation du protocole ISO20022, d'autre part un approfondissement de l'intégration européenne, de par l'harmonisation des processus d'interaction de chaque banque centrale de l'Eurosystème avec sa communauté bancaire nationale.

La BCL a également œuvré durant 2022 au démarrage du troisième projet, ECMS, visant à assurer un système unique de gestion du collatéral avec des fonctionnalités communes, capable de gérer les actifs remis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème, et dont la mise en service est prévue courant 2024.

1 En anglais, *Network for Greening the Financial System*.

2 En anglais, *Target Instant Payment Settlement*.

3 En anglais, *Eurosystem Collateral Management System*.

CONCLUSION

L'année 2022 a été celle de niveaux historiques d'inflation dans la zone euro, provoqués par une série de chocs négatifs au niveau de l'offre ainsi qu'un choc positif au niveau de la demande. Le niveau élevé de l'inflation entame le revenu réel des consommateurs et pousse les coûts à la hausse pour les entreprises. Après une longue période caractérisée par un taux d'inflation trop bas, le Conseil des gouverneurs a dû agir vigoureusement, conformément à son mandat, et mettre en place des mesures fortes qui assurent le retour de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme en renforçant l'ancrage des anticipations d'inflation.

Dans un contexte d'incertitude exceptionnelle et basé sur une approche des décisions concernant les taux directeurs s'appuyant sur les données, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux d'intérêt de l'Eurosystème à chaque réunion de politique monétaire depuis juillet 2022, totalisant une hausse de 400 points de base à ce jour. Ces mesures sont essentielles car la stabilité des prix est une des conditions premières de la confiance en notre monnaie, de la santé de l'économie de la zone euro et du maintien du pouvoir d'achat des citoyens, notamment des plus vulnérables.

La Croatie a par ailleurs rejoint la zone euro le 1^{er} janvier 2023, ce qui porte à vingt le nombre des États membres de l'UE ayant adopté l'euro et à vingt-six le nombre des membres du Conseil des gouverneurs. Cet élargissement bienvenu confirme l'attractivité continue de la monnaie unique.

Pour conclure, je souhaiterais remercier chaleureusement, au nom de la Direction, les agents de la BCL pour leur engagement tout au long de l'année 2022. Les agents ont rempli leurs nombreuses tâches, qui ne cessent de s'approfondir et de se multiplier, avec professionnalisme afin de faire progresser notre institution. Au 31 décembre 2022, la BCL employait 459 personnes, représentant 415 équivalents temps plein.



Gaston Reinesch