



Réunion des 7 et 8 septembre 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 7 et le jeudi 8 septembre 2022

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a commencé par souligner que le narratif sur les marchés financiers avait évolué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juillet. Initialement, les prix mondiaux des actifs étaient dominés par les craintes de récession, et les conditions financières s'étaient assouplies dans l'anticipation d'un ralentissement du rythme de relèvement des taux d'intérêt par les banques centrales dans le monde entier, une récession étant perçue comme contribuant en partie à ramener l'inflation vers son niveau cible. Plus récemment, toutefois, les préoccupations des investisseurs se sont progressivement reportées sur un scénario de resserrement de l'orientation de politique monétaire, les chiffres de l'inflation continuant à être plus élevés que prévu.

Ce contexte appelle quatre observations principales. Premièrement, la volatilité sur les marchés de taux d'intérêt demeure à des niveaux historiquement élevés, reflétant une très forte incertitude au sujet de l'inflation, ainsi qu'une dépendance accrue de la politique monétaire aux données. Deuxièmement, la normalisation de la politique monétaire dans la zone euro devrait désormais se produire à un rythme beaucoup plus soutenu que prévu au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Troisièmement, la hausse des cours des actifs risqués observée cet été s'est interrompue et s'est partiellement inversée sous l'effet de la réévaluation par les investisseurs de la trajectoire future de la politique monétaire. Enfin, la sensibilité des écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro aux anticipations relatives aux taux directeurs reste nettement plus faible qu'avant la réunion *ad hoc* du Conseil des gouverneurs, le 15 juin 2022.

La volatilité des marchés mondiaux de taux d'intérêt et de devises demeure élevée. La volatilité accrue des marchés de taux d'intérêt résulte principalement de l'incertitude entourant l'évolution future

de l'inflation et de l'approche « réunion par réunion » désormais privilégiée dans la conduite de la politique monétaire, approche qui a accru la dépendance aux données.

S'agissant de la modification des anticipations relatives aux taux directeurs, les marchés ont réévalué à la fois l'ampleur et le rythme de normalisation de la politique monétaire. Après avoir atteint un point bas fin juillet, le « taux terminal » (niveau auquel les intervenants de marché prévoient que le taux d'intérêt directeur atteindra un pic) a fortement rebondi pour s'établir aujourd'hui à un niveau proche du point haut observé mi-juin. La vitesse attendue de progression vers ce taux terminal a également augmenté, les investisseurs anticipant un cycle de resserrement moins progressif.

La trajectoire plus abrupte attendue de la politique monétaire reflète en partie le fait que les investisseurs attribuent une probabilité croissante à un scénario d'inflation plus élevée pendant plus longtemps. Les investisseurs prévoient à présent que l'inflation atteindra un point haut en décembre, plutôt qu'en septembre, comme cela avait été anticipé au moment de la réunion de juillet. Les marchés d'options vont également dans le sens d'un accroissement des risques à la hausse pour l'inflation, les investisseurs intégrant actuellement dans leurs prix une probabilité de 15 % environ que l'inflation sera, en moyenne, supérieure à 4 % au cours des cinq prochaines années. En outre, certaines mesures de la compensation de l'inflation à long terme ont recommencé à augmenter.

Dans la zone euro, avec la dernière hausse sur la partie courte des taux des *swaps* indexés sur l'inflation, les taux à court terme réels devraient rester très accommodants pendant un certain temps encore. Ces évolutions contrastent fortement avec celles observées aux États-Unis, où, d'après les estimations extraites des instruments de marché, les taux comparables devraient se situer en territoire restrictif en 2023.

Mme Schnabel a ensuite expliqué comment la réévaluation des anticipations de politique monétaire s'était transmise aux marchés financiers au sens plus large. Les prix des actions ont sensiblement augmenté au cours de l'été, en dépit de la détérioration des perspectives de croissance, mais ont commencé à diminuer durant la seconde quinzaine d'août en raison de la préoccupation croissante concernant l'inflation – et la hausse associée des taux d'actualisation – ainsi que d'une dégradation des anticipations de croissance des bénéfices des entreprises. Cependant, la baisse des prix des actifs risqués a été partiellement contrebalancée par une amélioration du sentiment des investisseurs, ces derniers exigeant à présent une compensation moindre pour la détention d'actifs risqués au lieu d'obligations sans risque. Dans l'ensemble, les marchés boursiers américains sont en léger recul, tandis que les marchés de la zone euro sont nettement au-dessous des niveaux observés au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet. La forte hausse des prix européens de l'énergie, qui pèse sur le revenu disponible réel des ménages et sur les perspectives de bénéfices des entreprises, est un facteur essentiel de cette divergence.

Les prix élevés de l'énergie en Europe et l'accentuation des risques à la baisse qui entourent la croissance dans la zone euro par rapport aux États-Unis pèsent également sur le taux de change de

l'euro, tout comme la divergence dans la trajectoire attendue du différentiel de taux directeurs entre les deux économies.

Sur les marchés de valeurs à revenu fixe de la zone euro, parallèlement à la revalorisation (*repricing*) des autres actifs risqués, les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont temporairement resserrés au début de l'été, en ligne avec le regain d'appétence pour le risque des investisseurs, avant l'annulation d'une partie de ce resserrement en août.

Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro se sont progressivement creusés, reflétant la modification des anticipations relatives aux taux directeurs. Cependant, le lien entre écarts de rendement et anticipations relatives aux taux d'intérêt semble s'être affaibli depuis la réunion *ad hoc* du Conseil des gouverneurs, le 15 juin 2022.

Sur les marchés monétaires, le relèvement de 50 points de base des taux directeurs en juillet s'est répercuté de façon harmonieuse, à quelques exceptions près sur les marchés des pensions (*repo*) et des bons du Trésor. Plus précisément, la transmission aux taux allemands des pensions sur le compartiment du spécifique (*non-general collateral*) à la suite du relèvement en juillet n'a été que partielle, reflétant principalement la rareté du *Bund* allemand comme collatéral.

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. Après les taux de croissance économique inhabituellement élevés enregistrés en début d'année avec la réouverture des secteurs, l'activité mondiale s'est ralentie, revenant aux taux de croissance moyens observés avant la pandémie. Le ralentissement des échanges commerciaux, couplé à une baisse des nouvelles commandes à l'exportation, indique que la dynamique continue de s'essouffler. En dépit d'une diminution de l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux délais de livraison des fournisseurs, dû à un affaiblissement de la demande et à la résolution partielle des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, le niveau global des goulets de production reste élevé. L'euro s'est déprécié depuis début 2021, en partie sous l'effet des anticipations relatives à la politique monétaire et de la détérioration des termes de l'échange.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, le secteur manufacturier a connu une modération significative depuis début 2022, l'indice des directeurs d'achat pour la production manufacturière devenant inférieur au seuil de 50 – indiquant une contraction – au deuxième trimestre. Le niveau de l'indice des directeurs d'achat relatif à l'activité dans les services a été plus élevé, mais s'affaiblit également – même dans les secteurs de l'hébergement et de la restauration, qui ont le plus bénéficié de la réouverture de l'économie. Après une croissance économique de 0,8 % dans la zone euro au

deuxième trimestre 2022, les outils de prévisions à court terme mécaniques indiquent un ralentissement substantiel de l'activité au troisième et au quatrième trimestre.

Si l'on examine de plus près les composantes de la demande, la consommation privée s'est nettement redressée au deuxième trimestre grâce à la forte contribution de la consommation de services, tandis que la consommation de biens durables est demeurée faible sur la période. L'enquête de la Commission européenne indique un affaiblissement significatif de la demande de services nécessitant de nombreux contacts au cours de la période à venir, ainsi qu'un affaiblissement de la demande de biens, dont le niveau est déjà bas. L'indicateur de la Commission européenne relatif à l'incertitude va dans le sens d'un fort accroissement de l'incertitude des ménages et du besoin perçu d'épargne de précaution.

S'agissant de l'investissement, après un premier trimestre encore affecté par les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et les confinements, l'investissement hors construction a enregistré un fort taux de croissance au deuxième trimestre 2022. En revanche, la contribution de l'investissement dans la construction a été limitée, l'investissement immobilier résidentiel s'inscrivant en baisse. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une modération de l'investissement hors construction au second semestre de l'année.

Le solde des échanges de biens de la zone euro s'est stabilisé autour de 3 % du PIB en juin, le solde pour l'énergie affichant un déficit d'environ 5 % du PIB au deuxième trimestre. L'effet sur le revenu de la dégradation des termes de l'échange s'élève à 5 points de pourcentage environ, ce qui représente le transfert de revenu vers les pays exportateurs d'énergie hors zone euro et implique une baisse de 5 points de pourcentage du revenu disponible pour les dépenses domestiques.

Le marché du travail est demeuré robuste au deuxième trimestre, l'indice des directeurs d'achat pour l'emploi signalant une modération au troisième trimestre dans l'ensemble des secteurs. Une analyse de la relation entre chômage et taux de vacance d'emploi – la courbe de Beveridge – permet de mieux comprendre la dynamique sur le marché du travail. Dans la zone euro, le taux de chômage est aujourd'hui historiquement bas et le taux de vacance, historiquement élevé. Par comparaison, aux États-Unis, le taux de vacance rapporté au chômage est beaucoup plus élevé.

S'agissant des politiques budgétaires, les gouvernements de la zone euro ont apporté un soutien encore plus important en 2022, en réponse à la guerre en Ukraine, indépendamment de la levée des mesures liées à la pandémie. D'après les modèles de l'Eurosystème, le soutien budgétaire a accentué la croissance dans la zone euro de 0,4 point de pourcentage environ et abaissé l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de 0,6 point de pourcentage environ cette année. Les mesures de soutien ayant vocation à être temporaires, leur levée progressive poussera l'inflation à la hausse, selon les estimations, en 2023 ainsi qu'en 2024. En dépit du plus grand soutien budgétaire, les estimations restent celles d'une baisse du déficit de la zone euro à 3,8 % du PIB en 2022.

Concernant les dernières évolutions de l'inflation, la hausse de l'IPCH s'est accentuée, ressortant à 9,1 % en août. L'énergie a continué de contribuer pour moitié environ à l'inflation totale, mais toutes les autres composantes ont également joué un rôle significatif.

Dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, l'inflation fait l'objet d'une révision à la hausse significative pour la période allant jusqu'au troisième trimestre 2023. Cette révision résulte pour l'essentiel de la hausse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires, mais l'inflation sous-jacente (*core*) représente également une révision à la hausse de 1 point de pourcentage environ. Cette révision est liée à l'hypothèse d'une transmission plus rapide de la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires à l'inflation sous-jacente. Pour la période postérieure au dernier trimestre 2023, les révisions à la hausse sont moins prononcées.

Le tableau d'ensemble d'un élargissement des tensions inflationnistes reste valable. De nombreux indicateurs d'inflation sous-jacente ont continué de se déplacer vers le haut. Toutefois, si l'on considère la dynamique reflétée dans les évolutions mensuelles, certains indicateurs ont commencé à s'aplatir ou sont même devenus légèrement négatifs. Cela est probablement dû au fait que ces indicateurs sont plus sensibles aux variations des prix du pétrole, lesquels ont baissé.

S'agissant des tensions en amont sur les prix des biens, certaines mesures demeurent robustes. Toutefois, les prix à l'importation de biens intermédiaires, c'est-à-dire les biens se situant aux premiers stades de la chaîne de production, se sont modérés dans une certaine mesure.

La hausse des prix des services s'est accentuée depuis un taux pré-pandémique de 1,5 % en 2019 à plus de 3 % en juillet 2022. La décomposition en facteurs d'offre et de demande montre que les facteurs de demande apportent une contribution croissante à la hausse des prix des services en 2022. Par conséquent, ce ne sont pas seulement les chocs d'offre qui sont importants, la reprise de la demande joue également un rôle. Cela étant, il est important d'établir une distinction entre une reprise de la demande et une situation de demande excédentaire.

Cette distinction importe également pour la comparaison de l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis. Aux États-Unis, l'accélération de l'inflation sous-jacente va étroitement de pair avec une accélération de la croissance des salaires. Ce n'est pas le cas dans la zone euro, où l'évolution de l'inflation sous-jacente est clairement déconnectée de celle des salaires négociés. Dans la zone euro, l'inflation des rubriques du panier de l'IPCH pour lesquelles la part des salaires dans les coûts d'intrants directs est relativement élevée a globalement suivi la dynamique des salaires négociés, demeurant par conséquent relativement contenue dans l'ensemble. Les mouvements importants de l'inflation sous-jacente dans la zone euro sont plutôt dus à d'autres composantes, telles que les biens manufacturés et autres rubriques dont la part des salaires dans les coûts d'intrants directs est relativement faible. Il s'ensuit que les facteurs à l'origine de la hausse de l'inflation sous-jacente dans

les deux économies sont différents, les salaires jouant un rôle central aux États-Unis, mais pas dans la zone euro.

S'agissant des dernières évolutions des salaires, au deuxième trimestre, les salaires négociés ont augmenté de 2,4 % dans la zone euro. L'outil expérimental de suivi des salaires de la BCE va dans le sens d'une accélération progressive de la croissance des salaires au cours des prochains trimestres. Les accords salariaux conclus récemment dans la zone euro comprennent des hausses de salaires d'environ 3 %, en moyenne, pour 2022 et 2023. Toutefois, dans les accords conclus au troisième trimestre, les hausses de salaires pour 2023 sont légèrement inférieures à celles prévues dans les accords conclus au deuxième trimestre. Aucune tendance à l'accélération n'a encore été constatée dans les données.

S'agissant des anticipations d'inflation, l'enquête auprès des analystes monétaires (SMA) montre que les analystes ne cessent de revoir leur estimation du taux d'inflation pour cette année et l'année prochaine. Toutefois, pour 2023, le taux d'inflation projeté s'établit à 4 %, soit bien au-dessous du taux de 5,5 % inclus dans les projections de septembre des services de la BCE. L'enquête SMA table également sur un taux d'inflation stable, à 2 %, pour 2024. Les anticipations d'inflation à trois ans mesurées par les réponses à l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs ont fortement augmenté en mars 2022 et fluctuent depuis lors autour du niveau atteint en mars.

Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont nettement augmenté pour le court terme. Cette hausse reflète largement des anticipations d'une accélération de l'inflation à court terme, mais le choc énergétique et l'incertitude liée à l'offre de gaz russe ont également entraîné une augmentation des primes de risque sur l'inflation. À plus long terme, toutefois, les mesures de la compensation de l'inflation intègrent un recul très prononcé de l'inflation, à 2 % environ, d'ici mi-2024.

M. Lane a ensuite rappelé les principales hypothèses formulées dans les projections de septembre. Par rapport aux projections de juin, les prix du pétrole ont été modérément révisés à la baisse, tandis que ceux du gaz et de l'électricité ont été très fortement révisés à la hausse. Les taux d'intérêt à court terme ont eux aussi été sensiblement révisés à la hausse pour 2023 et 2024, les taux à trois mois étant désormais jugés proches de 2 % pour 2023 et demeurant autour de ce niveau pour 2024. Ainsi, les projections intègrent un durcissement important des conditions de financement, reflet du resserrement de la politique monétaire de la BCE.

Concernant les principales caractéristiques des projections de septembre, il est utile d'examiner la variation de certains chiffres clés au quatrième trimestre 2022 par rapport au quatrième trimestre 2021. Cela permet de mieux saisir les évolutions intermédiaires, sans les effets de report qui influent sur les moyennes annuelles.

L'inflation devrait s'établir à 9,2 % en moyenne au quatrième trimestre 2022 par rapport au quatrième trimestre 2021. Elle devrait revenir à 3,3 % au quatrième trimestre 2023, et à 2,2 % au quatrième

trimestre 2024. Si l'on examine les moyennes annuelles, l'inflation devrait s'établir à 5,5 % l'année prochaine. La différence par rapport aux 3,3 % attendus au quatrième trimestre 2023 résulte de l'effet de report important contenu dans le chiffre pour 2023, étant donné le niveau élevé des données de départ de la projection. Les chiffres annuels figurant dans les projections établies par les services de la BCE font par conséquent apparaître un net essoufflement de la dynamique trimestrielle de l'inflation.

Dans le même temps, la baisse de l'inflation sous-jacente devrait être moins prononcée. Même si l'on s'attend à ce que les chocs liés à l'énergie et aux goulets d'étranglement du côté de l'offre aient un impact moins prononcé, un rattrapage des salaires pour compenser la perte de salaire réel, dans un contexte de robustesse du marché du travail, implique que l'inflation sous-jacente reste supérieure à 2 % sur l'horizon de projection.

S'agissant des évolutions financières et monétaires, M. Lane a noté que le durcissement des conditions de financement se poursuivait et que son impact se propageait dans l'économie. Les coûts du financement bancaire par obligations ont fortement augmenté pour les obligations non garanties et la tranche *senior* des obligations non sécurisées. De plus, les taux appliqués aux dépôts pour les entreprises et les ménages ont commencé à augmenter. Le coût nominal du financement par endettement des entreprises et le coût de financement par emprunt des ménages devraient encore augmenter plus tard dans l'année.

Le volume des prêts aux entreprises reste soutenu, les entreprises préférant emprunter aujourd'hui plutôt que demain, tandis que les émissions nettes de titres de créance sont négatives, les entreprises continuant de substituer des prêts bancaires aux émissions d'obligations, en raison du niveau relativement plus faible des taux sur les prêts. Les flux de prêts aux ménages demeurent solides, mais l'activité de prêt au logement montre les premiers signes d'un ralentissement. Les indicateurs prospectifs signalent un ralentissement des emprunts du secteur privé au second semestre de l'année.

S'agissant des évolutions de M3, le taux de croissance monétaire annuel s'est nettement modéré au cours de l'année passée. Après la fin des achats nets d'actifs de l'Eurosystème, les prêts bancaires ont soutenu la création monétaire, mais dans la mesure où la croissance des concours au secteur privé devrait se ralentir, la création monétaire devrait encore décélérer. L'accumulation de dépôts par les ménages et les entreprises s'est normalisée ces derniers mois, les taux de croissance des dépôts annuels s'établissant à des niveaux proches de leurs moyennes d'avant la pandémie.

En résumé, M. Lane a souligné que les tensions sur les prix étaient extraordinairement élevées et devraient persister pendant une période prolongée. À 38,3 % en août, la hausse des prix de l'énergie est demeurée à des niveaux extrêmement élevés et a une fois encore été le principal contributeur à l'inflation totale, qui s'est établie à 9,1 % en août. La hausse des prix des produits alimentaires s'est elle aussi accélérée en août, à 10,6 % après 9,8 % en juillet, reflétant en partie une augmentation du

coût des intrants liés à l'énergie, des perturbations des échanges de matières premières alimentaires et des conditions météorologiques défavorables. Selon les indicateurs extraits des instruments de marché, les cours du pétrole devraient se modérer à court terme, mais les prix de gros du gaz devraient se maintenir à des niveaux extraordinairement élevés. Même s'ils se sont atténués, les goulets d'étranglement du côté de l'offre continuent de se répercuter progressivement sur les prix à la consommation. La reprise de la demande dans le secteur des services a également contribué à l'accélération de l'inflation et la récente dépréciation de l'euro a accentué l'accumulation de tensions inflationnistes. Les tensions sur les prix continuent de s'accroître et de se généraliser dans l'économie, du fait notamment de l'impact des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. Le niveau de la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente reste donc élevé. L'inflation pourrait encore s'accroître à court terme. L'inflation se ralentira, à mesure que ses moteurs actuels du côté de l'offre s'estomperont et que la normalisation de la politique monétaire produira ses effets sur l'économie et sur les mécanismes de fixation des prix. La résistance des marchés du travail ainsi que certaines mesures de rattrapage visant à compenser l'accélération de l'inflation devraient favoriser la croissance des salaires. Cela étant, les informations qui nous parviennent et les récents accords salariaux indiquent que la dynamique des salaires demeure globalement modérée. 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 projections d'inflation ont été révisées à la hausse, en particulier à court terme. La hausse de l'IPCH total devrait rester très forte sur le restant de l'année 2022 en raison des prix extrêmement élevés de l'énergie et des matières premières alimentaires et du fait de la réouverture de l'économie et de l'existence de goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Par rapport aux projections de juin, l'inflation totale a été révisée à la hausse, de 1,3 point de pourcentage pour 2022, 2,0 points de pourcentage pour 2023 et 0,2 point de pourcentage pour 2024. Les révisions à la hausse reflètent des surprises à la hausse, des hausses exceptionnelles dans les hypothèses relatives aux prix de gros du gaz et de l'électricité, une croissance plus forte des salaires et la dépréciation de l'euro. Selon les projections, l'inflation mesurée par l'IPCH devrait s'établir en moyenne à 8,1 % en 2022, avant de diminuer, à 5,5 % en 2023 et 2,3 % en 2024. Le recul projeté est largement attribuable aux anticipations de baisse des prix de l'énergie et des matières premières alimentaires sur l'horizon de projection. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait également se maintenir à des niveaux élevés jusqu'à mi-2023, mais décélérer par la suite avec l'atténuation des effets de la réouverture de l'économie, la dissipation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et le relâchement des tensions sur les coûts des intrants énergétiques. Les dernières projections prévoient une hausse de l'inflation hors énergie et produits alimentaires de 3,9 % en 2022, 3,4 % en 2023 et 2,3 % en 2024.

Après un rebond de l'activité au premier semestre 2022, les dernières données signalent un ralentissement substantiel de la croissance économique dans la zone euro, et l'économie devrait

connaître une phase de stagnation en 2022 et au premier trimestre 2023. Les prix très élevés de l'énergie entament le pouvoir d'achat des revenus des consommateurs et, même si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se réduisent, ils continuent de contraindre l'activité économique. Bien que l'emploi ait augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre et que les indicateurs sur les perceptions relatives à l'emploi tirés d'enquêtes continuent de suggérer une poursuite de la croissance au troisième trimestre 2022, les indicateurs à haute fréquence signalent que les offres d'emploi ont commencé à se stabiliser en juillet, avec pour conséquence éventuelle un pic au second semestre de l'année.

La détérioration des perspectives s'est également reflétée dans les nouvelles projections des services de la BCE, en dépit des révisions à la hausse des données rétrospectives. Par rapport aux projections de juin, la croissance du PIB a été révisée à la hausse, de 0,3 point de pourcentage pour 2022, la croissance ressortant au premier semestre de l'année à un niveau plus élevé que prévu. En revanche, la croissance a été révisée à la baisse, de 1,2 point de pourcentage pour 2023 et de 0,2 point de pourcentage pour 2024, principalement en raison des perturbations de l'offre d'énergie, d'une accélération de l'inflation et de l'érosion de la confiance. Les nouvelles projections tablent sur une croissance du PIB de 3,1 % en 2022 suivie d'un net ralentissement, à 0,9 % en 2023. À moyen terme, au fur et à mesure du rééquilibrage du marché de l'énergie, de la diminution de l'incertitude, de la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et du redressement des revenus réels, la croissance devrait rebondir pour ressortir à 1,9 % en 2024.

Dans le contexte du ralentissement de l'économie mondiale, les risques à la baisse pesant sur les perspectives de croissance se sont intensifiés, surtout à court terme. Comme l'indique le scénario à la baisse figurant dans les projections macroéconomiques des services de la BCE, une guerre prolongée en Ukraine demeure un important risque pesant sur la croissance, particulièrement si des rationnements des approvisionnements en énergie étaient imposés aux entreprises et aux ménages. Dans une telle situation, la confiance pourrait encore se détériorer et les contraintes d'offre s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Une poursuite de la détérioration des perspectives économiques mondiales pourrait constituer un frein supplémentaire à la demande extérieure adressée à la zone euro.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. Une nouvelle perturbation de l'approvisionnement en énergie constitue un risque majeur à court terme. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en raison d'une détérioration persistante de la capacité de production de l'économie de la zone euro, d'une poursuite du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, d'une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de l'objectif de la BCE et d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu.

Toutefois, les tensions sur les prix s'atténueraient si les coûts de l'énergie diminuaient ou si la demande s'affaiblissait à moyen terme.

Les taux d'intérêt de marché ont augmenté sous l'effet des anticipations d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire en réaction aux perspectives d'inflation. Le coût du crédit aux entreprises s'est accru au cours des derniers mois et les taux des prêts bancaires aux ménages sont à leurs plus hauts niveaux depuis plus de cinq ans. Le volume des prêts bancaires aux entreprises demeure toutefois soutenu, ce qui reflète en partie le besoin de financer des coûts de production élevés et la constitution de stocks. L'activité de prêt hypothécaire aux ménages se ralentit en raison du durcissement des critères d'octroi, de la hausse des coûts d'emprunt et de la faible confiance des consommateurs. Les rendements des obligations souveraines ont évolué globalement en ligne avec les taux sans risque, dans le contexte de la flexibilité actuellement appliquée aux réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), et reflétant l'approbation unanime par le Conseil des gouverneurs de la création du nouvel instrument de protection de la transmission lors de sa réunion des 20 et 21 juillet. Depuis cette réunion, les actions et les obligations d'entreprise se sont redressées sur la majeure partie de la période, dans un contexte d'amélioration du sentiment à l'égard du risque, mais ont diminué dernièrement avec la hausse des taux d'actualisation.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Lors de la présente réunion, M. Lane a proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient relevés de 75 points de base. Cette mesure importante anticiperait la transition du niveau actuellement très accommodant des taux directeurs vers des niveaux assurant le retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de la BCE de 2 % à moyen terme. Il a en outre proposé de communiquer que, sur la base de l'évaluation actuelle, il était prévu de continuer à augmenter les taux d'intérêt au cours des prochaines réunions afin de freiner la demande et d'éviter le risque d'un glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation.

M. Lane a rappelé que la stratégie de politique monétaire stipulait que la réponse appropriée de la politique monétaire à un écart de l'inflation par rapport à la cible était spécifique au contexte et dépendait de l'origine, de l'ampleur et de la persistance de l'écart. Avec une inflation qui devrait être nettement supérieure à l'objectif pendant une longue période, et au regard des risques nets à la hausse pesant sur l'inflation et du caractère encore très accommodant des taux directeurs, il est approprié de prendre cette mesure importante. La communication de cette décision doit indiquer clairement que la politique monétaire appropriée pour la zone euro continuera de prendre en compte le fait que le choc énergétique reste un élément moteur dominant de la dynamique de l'inflation et des perspectives économiques générales, y compris via les conséquences de la très forte détérioration

des termes de l'échange. En particulier, la dynamique d'inflation associée à la composante du choc énergétique - auquel la zone euro est particulièrement exposée - est d'une nature différente de celle de la dynamique de surchauffe tirée par la demande.

Conformément à l'approche de fixation des taux d'intérêt réunion par réunion, le Conseil des gouverneurs devrait également souligner que sa politique continuera de dépendre des données, que sa trajectoire n'est pas préétablie et que les décisions futures relatives aux taux d'intérêt refléteront l'évolution des perspectives d'inflation et les données disponibles les plus récentes.

En outre, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs continue à faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance du portefeuille PEPP.

Enfin, M. Lane a proposé que le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserves soit suspendu en fixant le multiplicateur à zéro. Avec un taux positif de la facilité de dépôt, le système à deux paliers n'est plus nécessaire, son rôle étant de soutenir la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire lorsque le taux de la facilité de dépôt est négatif.

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 d'activité présentée par M. Lane dans son introduction. Après un rebond de l'activité au premier semestre 2022, les données les plus récentes vont dans le sens d'un ralentissement important de la croissance économique de la zone euro : l'économie devrait stagner au dernier trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. Les prix très élevés de l'énergie réduisent le pouvoir d'achat des revenus de la population, et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre, bien qu'ils se soient atténués, continuent de freiner l'activité économique. En outre, la situation géopolitique défavorable, notamment la guerre menée par la Russie en Ukraine, pèse sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Ces perspectives se reflètent dans les projections de septembre réalisées par les services de la BCE relatives à la croissance économique, qui ont été révisées nettement à la baisse pour le reste de l'année en cours et pour une bonne partie de l'année 2023. L'inflation demeure beaucoup trop élevée et devrait rester au-dessus de la cible pendant une période prolongée. La flambée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, les tensions émanant de la demande dans certains secteurs suite à la réouverture de l'économie et les goulets d'étranglement du côté de l'offre continuent de pousser l'inflation à la hausse. Les tensions sur les prix continuent de

s'accroître et de se généraliser à l'ensemble de l'économie, et l'inflation pourrait encore augmenter à court terme. Toutefois, l'inflation se ralentira, à mesure que ses moteurs actuels s'estomperont et que la normalisation de la politique monétaire se transmettra à l'économie et dans les mécanismes de fixation des prix.

L'activité économique mondiale s'est ralentie au cours du premier semestre de 2022, en raison des perturbations du côté de l'offre et d'autres facteurs défavorables, et la dynamique de croissance s'est affaiblie de manière significative au cours des derniers mois. À l'avenir, l'affaiblissement de l'activité mondiale pèsera également sur le commerce mondial et sur la demande extérieure adressée à la zone euro, malgré l'atténuation des pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales ; en effet, avec l'érosion des revenus réels due à l'inflation élevée, la croissance mondiale devrait rester modérée au second semestre de l'année.

Dans le contexte d'un cycle de resserrement de la politique monétaire au niveau mondial, les membres du Conseil ont constaté des différences entre la situation économique aux États-Unis et dans la zone euro. Aux États-Unis, les tensions sur les prix résultent davantage de la surchauffe de la demande intérieure, tandis que dans la zone euro, elles reflètent, dans une plus large mesure, l'inflation importée et une série de chocs d'offre. Les tensions sur les salaires plus visibles aux États-Unis sont considérées comme résultant d'un ajustement du marché du travail via une augmentation des licenciements plutôt que via une réduction du nombre d'heures travaillées par personne employée. Cela implique qu'actuellement, avec une forte reprise de l'activité et de l'emploi, les États-Unis connaissent une nette augmentation du nombre de postes vacants, ce qui a entraîné une modification de la relation cyclique entre postes vacants et chômage (représentée par la courbe de Beveridge). Dans la zone euro, cette relation est restée globalement stable. Cela suggère que les tensions sur les salaires actuellement plus fortes aux États-Unis reflètent un marché du travail plus tendu aux États-Unis que dans la zone euro. En outre, depuis le début de la guerre en Ukraine, la zone euro a été plus exposée à la forte hausse des prix de l'énergie (en particulier du gaz), qui constitue le principal moteur de l'inflation élevée.

Il a également été noté que la dépréciation tendancielle de l'euro sur les douze derniers mois, notamment par rapport au dollar américain, pourrait accentuer les tensions inflationnistes dans la zone euro au cours de la période à venir. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain s'explique par un certain nombre de facteurs. Ces facteurs comprennent les différentes conséquences du choc énergétique sur les termes de l'échange respectifs des deux économies, les conditions conjoncturelles divergentes et différents risques associés à la guerre et à la crise énergétique. Dans le même temps, le resserrement plus rapide de la politique monétaire américaine est également considéré comme ayant joué un rôle important.

S'agissant des évolutions dans la zone euro, l'activité économique a enregistré une croissance de 0,8 % au deuxième trimestre 2022, principalement soutenue par les fortes dépenses de

consommation dans les services nécessitant de nombreux contacts à la suite de la levée des restrictions liées à la pandémie. Les pays disposant d'un vaste secteur touristique ont particulièrement bénéficié, pendant l'été, de la reprise des voyages personnels. Cela étant, les entreprises ont pâti des coûts élevés de l'énergie et de la persistance des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, même si ceux-ci s'atténuent progressivement. Bien que le dynamisme des activités touristiques ait été favorable à la croissance économique au troisième trimestre, l'activité économique devrait enregistrer un net ralentissement sur le reste de l'année, pour quatre raisons principales. Premièrement, la forte inflation freine les dépenses et la production dans l'ensemble de l'économie, et ces facteurs défavorables sont renforcés par les perturbations de l'approvisionnement en gaz. Deuxièmement, le vif rebond de la demande de services consécutif à la réouverture de l'économie s'estompera dans les prochains mois. Troisièmement, l'affaiblissement de la demande mondiale, notamment dans le contexte d'un resserrement monétaire dans de nombreuses grandes économies, et la dégradation des termes de l'échange se traduiront par une diminution du soutien apporté à l'économie de la zone euro. Quatrièmement, l'incertitude reste élevée et la confiance se détériore fortement. Cela étant, le marché du travail est resté solide et soutient l'activité économique. Plus de 600 000 personnes ont trouvé un emploi au deuxième trimestre 2022 et le taux de chômage s'est établi au niveau historiquement bas de 6,6 % observé en juillet. Le nombre total d'heures travaillées a de nouveau augmenté, de 0,6 %, au deuxième trimestre 2022 et dépasse son niveau d'avant la pandémie.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont déclarés d'accord avec M. Lane sur l'existence de signes croissants d'un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro qui pourrait se prolonger en 2023. Toutefois, il a également été souligné que l'économie avait fait preuve d'une vigueur considérable au deuxième trimestre 2022, avec un taux de croissance trimestriel de 0,8 %. Pour l'avenir, il a été souligné que le scénario de référence des projections de septembre n'indiquait pas de récession, même s'il prévoit une période de stagnation vers la fin de l'année. Toutefois, il a été mentionné qu'une série de modèles et d'indicateurs laissent penser qu'une récession est probable l'année prochaine. En cas d'arrêt complet de l'approvisionnement en gaz provenant de Russie, cela pourrait se transformer en véritable récession.

La réaction de la demande intérieure est considérée comme déterminante pour la transmission des prix élevés de l'énergie, tout comme la politique monétaire moins accommodante. Un élément important des dernières projections a été rappelé : les prix élevés de l'énergie pèseront inévitablement sur la consommation, en raison de la diminution des revenus réels. En outre, l'investissement des entreprises devrait être moindre qu'anticipé précédemment, en particulier parce que les entreprises à forte intensité énergétique et celles exerçant leur activité dans le secteur de l'énergie pourraient être exposées à des tensions financières générées par la hausse des prix de l'énergie.

Les membres du Conseil ont noté que, outre l'impact négatif de la forte hausse des prix de l'énergie et d'autres matières premières, il existe de l'incertitude concernant la répartition, entre travailleurs et

entreprises, de la détérioration associée des termes de l'échange. Dans ce contexte, il a été avancé qu'il faudrait du temps avant que les pertes de revenus dues au choc sur les termes de l'échange soient entièrement absorbées, à mesure que les entreprises et les travailleurs chercheront à compenser les pertes de bénéfices et de revenus réels.

S'agissant de la réponse budgétaire à la hausse des prix de l'énergie, les membres du Conseil sont convenus que les mesures devraient être temporaires et cibler les ménages et les entreprises les plus vulnérables afin de limiter le risque d'alimenter les tensions inflationnistes. Toutefois, la préoccupation a été exprimée qu'il peut être difficile pour les gouvernements de maintenir les mesures ciblées et de les annuler en temps opportun. Il a été noté que, dans le contexte d'un choc défavorable sur l'offre, les gouvernements ont tout intérêt à réduire leurs déficits et à placer leurs finances sur une trajectoire d'assainissement structurel, notamment dans les pays où la soutenabilité de la dette publique pourrait être remise en question.

Dans le même temps, il a été souligné que répondre à la crise de l'énergie en la considérant comme un choc d'offre nécessitait avant tout une action de la part des gouvernements. Il a été avancé que la politique monétaire contrôle principalement l'inflation via un effet modérateur sur l'activité économique, avec des décalages importants et variables. Elle ne peut donc pas contrôler les évolutions de l'inflation à court terme sur lesquelles les initiatives des gouvernements et de la Commission européenne peuvent avoir un impact plus fort.

S'agissant de la production potentielle, il a été observé que l'impact de la guerre et de la pandémie sur la capacité productive de l'économie s'avérait plus important et plus durable que prévu, de sorte qu'il pourrait être nécessaire de réduire la demande proportionnellement afin de contenir l'inflation. Si l'offre était plus sévèrement touchée que la demande, cela pourrait alimenter des tensions inflationnistes même si les revenus réels diminuaient. D'après les données d'enquêtes, les contraintes de production des entreprises sont principalement liées à des pénuries de main-d'œuvre et d'équipements plutôt qu'à une insuffisance de la demande. La question a donc été soulevée de savoir si l'écart de production pourrait déjà être comblé, conformément aux indications provenant de l'écart de chômage qui suggère que l'on sous-estime potentiellement le rôle des contraintes de capacité comme déterminant de l'inflation. Toutefois, il a également été estimé que la demande agrégée reste clairement inférieure à son potentiel. Au total, il est clair que les facteurs de demande comme les facteurs d'offre jouent un rôle important dans la détermination du degré actuel de sous-utilisation des capacités de production dans la zone euro.

Au vu de ces éléments, les membres du Conseil ont évalué que, dans le contexte du ralentissement de l'économie mondiale, les risques pesant sur la croissance étaient essentiellement orientés à la baisse, surtout à court terme. Comme l'indique le scénario à la baisse figurant dans les projections macroéconomiques de la BCE, une guerre prolongée en Ukraine demeure un risque important pour la croissance, particulièrement si les entreprises et les ménages devaient faire face à un rationnement

des approvisionnements en énergie. Dans une telle situation, la confiance pourrait encore se détériorer et les contraintes d'offre s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Une poursuite de la détérioration des perspectives économiques mondiales pourrait constituer un frein supplémentaire à la demande extérieure adressée à la zone euro.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation s'est encore accélérée, pour atteindre 9,1 % en août. La hausse des prix de l'énergie est demeurée extrêmement forte (38,3 %) et reste la principale composante de l'inflation totale. Selon les indicateurs extraits des instruments de marché, les cours du pétrole devraient se modérer à court terme, alors que les prix de gros du gaz devraient se maintenir à des niveaux extraordinairement élevés. La hausse des prix des produits alimentaires s'est elle aussi accélérée en août, à 10,6 %, reflétant en partie une augmentation des coûts des intrants liés à l'énergie, des perturbations des échanges de matières premières alimentaires et des conditions météorologiques défavorables. Les goulets d'étranglement du côté de l'offre se sont atténués, mais continuent de se répercuter graduellement sur les prix à la consommation, exerçant une pression à la hausse sur l'inflation, tout comme la reprise de la demande dans le secteur des services. La dépréciation de l'euro a également accentué l'accumulation de tensions inflationnistes.

Les tensions sur les prix se sont propagées à des secteurs toujours plus nombreux, en raison pour partie de l'impact des coûts élevés de l'énergie dans l'ensemble de l'économie. Par conséquent, les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées à des niveaux élevés. La résistance des marchés du travail ainsi que certaines mesures de rattrapage visant à compenser l'accélération de l'inflation devraient soutenir la croissance des salaires. Cela étant, les dernières données et les récents accords salariaux indiquent que la dynamique des salaires reste globalement contenue. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si des révisions récentes de certains indicateurs au-dessus de la cible justifient un suivi continu.

Il a été largement souligné que le niveau élevé de l'inflation observé récemment a résulté en grande partie de la hausse des prix de l'énergie. Les évolutions récentes sur les marchés de l'énergie suggèrent également que l'inflation totale n'atteindra pas un point de retournement avant la fin de l'année. Les taux d'inflation en glissement mensuel continuent d'indiquer une forte dynamique. Il a été avancé que la nature du processus d'inflation est en train de changer. L'inflation a commencé à s'auto-alimenter, au point que même la projection d'un affaiblissement marqué de la croissance n'a pas été suffisante pour ramener l'inflation à la cible. C'est également le message du scénario baissier préparé par les services de la BCE, qui indique une récession significative avec une inflation encore plus élevée à la fin de l'horizon, nettement au-dessus de la cible de la BCE. En outre, les facteurs de demande sont devenus un déterminant important de l'inflation sous-jacente, qui se situe également bien au-dessus de la cible dans les projections de référence pour 2024. L'inflation a continué de se

généraliser à davantage de secteurs et de catégories de dépenses. De plus, la hausse des prix à la production des biens de consommation de base a continué de s'accroître et l'ampleur sans précédent des tensions en amont de la chaîne des prix indique que les entreprises continueront très probablement de répercuter une part substantielle de ces augmentations des coûts sur les consommateurs.

Toutefois, il a également été avancé que l'inflation résulte toujours largement de la transmission au marché des biens des chocs d'offre, qui semblent être en train de se dissiper, à l'exception des prix volatils du gaz. Une récession devient de plus en plus probable et elle atténuerait les tensions inflationnistes. Les anticipations étant toujours ancrées et la croissance des salaires contenue, il n'y a aucun signe convaincant que des effets de second tour seraient déjà en train de se matérialiser.

Les membres du Conseil ont rappelé que les tensions sur les salaires sont essentielles pour comprendre le risque que le niveau plus élevé des prix de l'énergie ait des effets de second tour sur l'inflation. Bien que les évolutions des salaires dans la zone euro soient modérées dans l'ensemble, certains éléments indiquent des différences entre les pays. Dans certains pays de la zone euro, les marchés du travail sont clairement en surchauffe, ce qui devrait *in fine* entraîner des hausses de salaire. Toutefois, bien que les salaires constituent en général un indicateur retardé du cycle d'activité, et même si un certain nombre de négociations salariales importantes n'auront lieu qu'à l'automne, il a généralement été observé qu'il n'y a eu jusqu'à présent aucun signe convaincant d'effets de second tour via les salaires. Dans ce contexte, un commentaire a été fait s'interrogeant sur l'utilité de prendre les évolutions des salaires en cours comme un indicateur des tensions inflationnistes futures étant donné que les salaires réagissent progressivement et avec un retard substantiel à la situation sur le marché du travail dans la zone euro.

S'agissant des anticipations d'inflation à long terme, la plupart des mesures tirées des instruments de marché et d'enquêtes ont été considérées comme largement ancrées et en ligne avec la stabilité des prix à moyen terme. Dans le même temps, il a été avancé qu'un certain nombre d'indicateurs faisaient état d'un risque croissant de désancrage des anticipations d'inflation à long terme. Comme l'indique l'enquête sur les anticipations des consommateurs, les anticipations d'inflation à moyen terme des consommateurs ont progressivement augmenté et, en juillet, les anticipations médianes pour l'inflation à trois ans sont ressorties à 3 %. La moyenne des anticipations d'inflation à long terme déclarées dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels a augmenté pour s'établir à 2,2 %, ce qui constitue également un point haut historique. Il a été souligné qu'une période prolongée d'inflation très élevée a en soi accru le risque que les anticipations d'inflation se désancrent, en particulier si elles étaient affectées par les évolutions récentes, comme le suggèrent des données empiriques. Les chiffres de l'inflation plus élevés que prévu ont exacerbé le risque d'effets de second tour via les salaires, créant des risques à la hausse pour les perspectives d'inflation. Les modèles de projection pourraient ne pas être en mesure de rendre entièrement compte de la persistance et de l'ampleur de

l'épisode inflationniste actuel. La baisse attendue de l'inflation vers la fin de l'horizon de projection a donc été perçue comme étant entourée d'un degré d'incertitude plus élevé que d'habitude.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont principalement orientés à la hausse. Comme pour la croissance, le principal risque à court terme est une nouvelle perturbation des approvisionnements en énergie. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en raison d'une détérioration persistante de la capacité de production de l'économie de la zone euro, d'une poursuite du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, d'une hausse des anticipations d'inflation au-dessus de la cible ou d'augmentations salariales plus importantes qu'attendu. Il a été avancé qu'un élargissement du soutien public, non financé ou partiellement financé, pourrait également constituer un risque à la hausse pour l'inflation. Toutefois, les tensions sur les prix s'atténueraient si les coûts de l'énergie diminuaient ou si la demande s'affaiblissait à moyen terme. Il a été fait référence au vaste ensemble très utile d'analyses de sensibilité réalisées par les services de la BCE dans le cadre des dernières projections. Le sentiment s'est également imposé qu'en période d'incertitude statistique extraordinaire entourant les projections de référence, les chiffres précis projetés pour l'inflation à la fin de l'horizon de projection importent moins que l'évaluation des risques, lesquels ont été perçus comme étant orientés à la hausse sur l'ensemble de l'horizon, notamment sur l'horizon à moyen terme pertinent pour la politique monétaire.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Le coût du crédit aux entreprises s'est accru au cours des derniers mois, et les taux des prêts bancaires aux ménages ont été à leurs plus hauts niveaux depuis plus de cinq ans. Le volume des prêts bancaires aux entreprises est demeuré important à ce stade, ce qui reflète en partie le besoin de financer des coûts de production élevés et la constitution de stocks. L'activité de prêt hypothécaire aux ménages s'est ralentie en raison du durcissement des critères d'octroi, de la hausse des coûts d'emprunt et de la faible confiance des consommateurs. Toutefois, il a été noté que, malgré une augmentation du coût des prêts hypothécaires, la croissance du crédit a bien résisté. Parallèlement à la résilience de l'économie réelle que l'on observe, le secteur bancaire a bien résisté jusqu'à présent, la rentabilité des banques bénéficiant d'une hausse du résultat d'exploitation, d'une baisse des dépenses d'exploitation et des provisions pour pertes sur prêts ainsi que d'une meilleure qualité des actifs. Cela pourrait atténuer le risque de boucles de rétroaction négatives entre le secteur financier et le reste de l'économie quand la croissance économique se ralentira, même si des poches de vulnérabilité pourraient toujours apparaître.

Bien que les taux d'intérêt de marché aient augmenté en anticipation d'un nouveau relèvement des taux directeurs en réponse aux perspectives d'inflation, il a été maintenu que les conditions de marché n'ont montré aucun signe de déstabilisation. Il a également été noté que la fragmentation des

marchés financiers n'est pas réapparue depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, et que les rendements souverains ont globalement évolué en ligne avec les taux sans risque. Les écarts de rendement des obligations d'entreprise se sont également resserrés depuis la dernière réunion de politique monétaire, tandis que les marchés boursiers se sont globalement affaiblis, sauf pour le secteur financier.

Il a été souligné que l'euro s'est déprécié de près de 20 % contre le dollar depuis juin 2021, ce qui a amplifié le choc sur les prix de l'énergie et a accentué les tensions sur les prix à l'importation pendant une période prolongée. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont légèrement durcies dans la zone euro depuis la dernière réunion de politique monétaire, tout en restant relativement souples, en particulier en termes réels et quand le taux de change est pris en compte. Dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt de marché a commencé à se transmettre aux taux des prêts bancaires et aux conditions de financement de l'économie réelle, de nouvelles hausses étant à prévoir.

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 une nouvelle mesure de normalisation de la politique monétaire. Globalement, le niveau actuel des taux d'intérêt directeurs de la BCE a été jugé toujours très accommodant : l'inflation étant ressortie à 9,1 % en août 2022 et le taux de la facilité de dépôt à 0 %, les taux réels à court terme ont été fortement négatifs. L'inflation est beaucoup trop élevée et devrait demeurer supérieure à la cible du Conseil des gouverneurs pendant une période prolongée. Il est par conséquent essentiel de la ramener rapidement à 2 %.

Ces derniers mois, l'inflation a été plus élevée qu'attendu à plusieurs reprises et il a été jugé peu probable que les tensions inflationnistes s'atténuent d'elles-mêmes. Les projections d'inflation ont été révisées à la hausse pour l'année en cours et l'année suivante, tandis que la projection pour 2024 a augmenté au cours des derniers trimestres et dépasse à présent nettement la cible du Conseil des gouverneurs fixée à 2 %. Les risques entourant la trajectoire projetée de l'inflation sont restés orientés à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection. De plus, les chiffres relatifs à l'inflation totale et à l'inflation sous-jacente ont fortement augmenté en glissement mensuel.

Même s'il a été souligné que les chocs d'offre, en particulier ceux affectant les prix de l'énergie ont été le principal facteur à l'origine du niveau élevé actuel de l'inflation et de la détérioration des perspectives, des facteurs de demande ont également joué un rôle. Même si la politique monétaire ne dispose pas d'outils pour faire face aux chocs d'offre, elle influence clairement l'équilibre entre l'offre et la demande. Par conséquent, il a été avancé qu'en mettant trop l'accent sur les problèmes au niveau de l'offre, on risquait de négliger le fait que la demande agrégée doit elle aussi s'ajuster pour juguler l'inflation. À cet égard, il a été soutenu que le ralentissement attendu de l'activité économique

ne serait pas suffisant pour réduire significativement l'inflation et ne ramènerait pas à lui seul l'inflation projetée à la cible. Il a été considéré que cela place le Conseil des gouverneurs face au défi difficile de garantir le retour rapide de l'inflation à la cible sans accentuer inutilement le ralentissement économique. Toutefois, il a également été avancé que les préoccupations relatives à la croissance ne doivent en aucun cas empêcher la nécessaire hausse vigoureuse des taux d'intérêt. De plus, il a été remarqué que sans une réduction rapide du caractère accommodant de la politique monétaire, les tensions inflationnistes liées à une dépréciation de l'euro pourraient encore s'accroître, tandis que la faiblesse du taux de change apporterait un soutien limité à l'activité économique dans un contexte de pénuries et de goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre.

Si la politique monétaire ne peut empêcher les effets de premier tour résultant du renchérissement de l'énergie et de l'impact des chocs d'offre, sa responsabilité première consiste à contrer les risques d'effets de second tour et à prévenir une perte d'ancrage des anticipations d'inflation. Ces risques se sont accrus, l'inflation devenant plus persistante qu'initialement prévu.

Dans ce contexte, la réponse du Conseil des gouverneurs aux écarts à la hausse par rapport à la cible de la BCE doit être aussi vigoureuse qu'elle l'avait été quand l'inflation était trop faible. Il a été rappelé que le Conseil des gouverneurs considère les écarts de l'inflation par rapport à la cible comme également indésirables, dans un sens comme dans l'autre. La stratégie de politique monétaire de la BCE impose que la stabilité des prix soit maintenue avec une orientation à moyen terme, et l'ampleur et la persistance de l'écart par rapport à la cible d'inflation du Conseil des gouverneurs, ainsi que le contexte et l'origine des tensions inflationnistes doivent être pris en compte. Dans le même temps, il a été soutenu qu'agir vigoureusement maintenant pourrait éviter de devoir relever les taux plus fortement à un stade ultérieur du cycle économique, quand l'économie se ralentira. De plus, la remarque a été faite que plus l'inflation élevée persistait longtemps, plus le risque que les anticipations d'inflation perdent leur ancrage était important et plus il serait coûteux de les ramener à la cible.

S'agissant de l'ampleur de la hausse des taux d'intérêt, conformément à la proposition de M. Lane, de très nombreux membres du Conseil ont exprimé une préférence pour un relèvement de 75 points de base des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Une hausse de 75 points de base a été jugée comme étant une réponse proportionnée aux nouvelles révisions à la hausse des perspectives d'inflation et un signal important montrant que le Conseil des gouverneurs est déterminé à ramener rapidement l'inflation à sa cible de 2 %. Le fait que l'inflation ait été à plusieurs reprises plus élevée qu'attendu et la révision à la hausse des projections d'inflation à moyen terme ont été considérés comme nécessitant une accélération du rythme de normalisation de la politique monétaire afin de maintenir l'ancrage des anticipations au niveau de la cible à moyen terme. Les intervenants de marché ont intégré dans les cours une hausse des taux d'intérêt plus importante qu'en juillet en réponse aux dernières données relatives à l'inflation.

Dans la mesure où la facilité de dépôt, à 0 %, est loin d'un niveau pouvant être considéré comme neutre en termes d'assouplissement de la politique monétaire, et compte tenu de la détérioration des perspectives d'inflation, les avancées vers un niveau favorisant un retour de l'inflation à 2 % doivent être anticipées. Même si la décision prise en juillet par le Conseil des gouverneurs de relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base a constitué une étape importante pour la normalisation du niveau de ces taux, il a été soutenu que la politique monétaire demeurerait expansionniste après un relèvement de 75 points de base.

Certains membres du Conseil ont exprimé une préférence pour une hausse de 50 points de base des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Si un relèvement de 25 points de base a été jugé clairement insuffisant pour répondre aux perspectives d'inflation actuelles, il a été avancé qu'une hausse de 50 points de base serait suffisamment importante pour signaler la détermination à poursuivre la normalisation des taux d'intérêt entamée par le Conseil des gouverneurs lors de sa réunion de juillet. Compte tenu de la menace de récession, qui atténuerait les tensions inflationnistes, une hausse de 50 points de base, si elle fait partie d'une trajectoire durable vers des niveaux de taux d'intérêt plus neutres, pourrait s'avérer suffisante pour ramener l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs, une fois que les chocs transitoires se seront atténués. Ce qui doit être traité, c'est le risque d'une hausse brutale de l'inflation, accentuée par la guerre, qui déstabiliserait les anticipations d'inflation. Une réponse trop énergique pourrait également aggraver une récession, avec peu de bénéfices pour l'inflation à court terme.

Jusqu'à présent, les anticipations d'inflation ont conservé leur ancrage et la croissance des salaires est restée modérée, avec peu d'éléments indiquant des effets de second tour. De plus, l'ampleur de la révision à la hausse des projections établies par les services de l'Eurosystème pour 2024 n'a pas été jugée suffisamment importante pour exiger une réponse plus énergique, car on ne peut savoir avec certitude dans quelle mesure l'inflation va freiner la demande et qu'une incertitude élevée entoure les projections, en particulier vers la fin de l'horizon de projection. Il a été noté que la zone euro est moins affectée que les États-Unis par la demande excédentaire. Des facteurs d'offre tels que l'énergie jouent un rôle beaucoup plus important dans la zone euro, la hausse des salaires est plus modérée et les anticipations d'inflation à moyen terme sont mieux ancrées.

Décisions de politique monétaire et communication

À la fin de la discussion, un consensus s'est dégagé entre tous les membres du Conseil pour relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 75 points de base, tout en réaffirmant que la décision du Conseil des gouverneurs reste déterminée par les données et qu'une hausse de 75 points de base ne doit pas signaler que le Conseil des gouverneurs entend décider des hausses de taux directeurs de même ampleur lors de ses prochaines réunions. Il a été considéré comme essentiel de

communiquer de manière prudente sur la voie à suivre à l'avenir et de contrer le risque d'une volatilité accrue sur le marché obligataire en faisant référence à une anticipation de la normalisation des taux d'intérêt.

Les membres du Conseil se sont largement accordés avec M. Lane sur le fait que la politique monétaire doit rester déterminée par les données et ne pas suivre une trajectoire prédéterminée, et que les taux d'intérêt doivent être fixés réunion par réunion. Dans le même temps, il a été jugé important d'indiquer que les taux d'intérêt seront de nouveau relevés au cours des réunions suivantes dans le cadre du processus de normalisation.

S'agissant du niveau des taux d'intérêt nécessaire *in fine* pour stabiliser l'inflation à 2 % à moyen terme et du moment où ce niveau sera atteint, il a été souligné que ces deux éléments sont entourés d'incertitude, dépendants des modèles et liés au contexte, et qu'ils évoluent au fil du temps. En outre, le « taux d'intérêt neutre » dépend des tendances à long terme de facteurs tels que la productivité et la démographie, ainsi que de l'interaction entre les comportements en matière d'épargne et d'investissement. Par conséquent, le concept est discutable, non observable et difficile à mesurer en temps réel.

En dépit de ces difficultés, un large consensus s'est dégagé sur le fait que, même après la décision actuelle, les taux d'intérêt directeurs resteront nettement inférieurs au taux neutre.

Au-delà de la configuration des taux d'intérêt directeurs de la BCE, il a été souligné que la taille importante du bilan de l'Eurosystème continue de fournir un assouplissement monétaire significatif en comprimant les primes de terme. Il a été jugé approprié de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble des instruments dont il dispose dans le cadre de son mandat afin de garantir un retour de l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition de M. Lane de continuer de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP. Le fait de contenir la volatilité injustifiée sur les marchés des obligations souveraines a été généralement considéré comme un complément essentiel à une hausse de 75 points de base des taux d'intérêt et montre l'engagement de la BCE à garantir une transmission harmonieuse de la politique monétaire dans l'ensemble de la zone euro.

Enfin, les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de suspendre le système à deux paliers pour la rémunération des excédents de réserve, dans la mesure où ce système n'est plus jugé nécessaire compte tenu de la valeur positive qu'atteindra le taux de la facilité de dépôt à la suite de la décision de relever les trois taux d'intérêt directeurs de 75 points de base.

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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 8 septembre 2022](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 7-8 septembre 2022

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno*
- M. Elderson
- M. Hernández de Cos
- M. Herodotou
- M. Holzmann*
- M. Kazāks
- M. Kažimír
- M. Knot
- M. Lane
- M. Makhlouf
- M. Müller
- M. Nagel
- M. Panetta
- M. Rehn
- M. Reinesch
- Mme Schnabel
- M. Scicluna
- M. Šimkus

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Stournaras
- M. Vasle*
- M. Villeroy de Galhau
- M. Visco*
- M Vujčić**
- M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en septembre 2022 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

** En tant qu'observateur.

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. Cassidy
- M. Demarco
- M. Garnier, remplaçant de M. Villeroy de Galhau le jeudi
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Kuodis

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Lünnemann
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Ódor
- M. Rutkaste
- M. Tavlás
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 24 novembre 2022.