



Réunion des 26 et 27 juillet 2023

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 26 et le jeudi 27 juillet 2023

31 août 2023

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a noté que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 juin 2023, le narratif sur les marchés financiers mondiaux a évolué, le scénario d'une inflation « plus élevée pendant plus longtemps » laissant place à un optimisme croissant en faveur d'un scénario de désinflation. La divergence croissante des données économiques entre la zone euro et les États-Unis ainsi que la sensibilité élevée des prix des actifs dans la zone euro, en particulier aux surprises apportées par les données américaines, rendent difficile l'interprétation des données de marché et pourraient entraîner des changements rapides des narratifs de marché.

À la suite de la précédente réunion de politique monétaire, la communication de banque centrale, les résultats élevés de l'inflation au Royaume-Uni et les données économiques favorables aux États-Unis ont tout d'abord entraîné un déplacement vers le haut de la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR). Ce déplacement vers le haut s'est ensuite partiellement inversé dans la zone euro en réaction à la publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) américain le 12 juillet et à des indices des directeurs d'achat (PMI) plus faibles qu'attendu pour la zone euro. Abstraction faite de cette volatilité, la courbe à terme la plus récente de l'€STR se situe toujours au-dessus des niveaux observés avant la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le marché intègre dans ses prix un nouveau relèvement des taux de 25 points de base lors de la présente réunion, une probabilité de 56 % qu'une hausse supplémentaire de 25 points de base intervienne en

septembre 2023 et un taux maximum égal à 3,94 % pour la facilité de dépôt d'ici la fin de l'année. La valorisation des marchés est globalement en ligne avec les résultats de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*) ainsi qu'avec les enquêtes de Reuters et de Bloomberg, les derniers sondages – réalisés après la publication de l'IPC américain – montrant qu'une légère majorité des participants table sur un nouveau relèvement des taux en septembre 2023 et un taux maximum de 4 % pour la facilité de dépôt. En analysant le lien entre le récent déplacement vers le haut des anticipations des marchés relatives au taux maximum de la BCE et les anticipations de baisses des taux par la suite, on n'observe aucune corrélation nette entre le taux maximum attendu et les baisses de taux cumulées intégrées dans les prix d'ici fin 2024.

Les répercussions des évolutions aux États-Unis et la réévaluation de la politique monétaire de la zone euro ont été les principaux déterminants des rendements sans risque de la zone euro. La politique monétaire étant davantage fondée sur les données qu'au cours de la période précédant le cycle actuel de resserrement de la politique monétaire, la sensibilité des prix des actifs aux informations macroéconomiques s'est généralement fortement accrue. De plus, compte tenu de la composante commune importante dans la dynamique de l'inflation mondiale et de la position avancée des États-Unis dans le cycle d'inflation, les rendements sans risque de la zone euro, et les prix des actifs plus généralement, montrent une sensibilité accrue aux surprises apportées par les données américaines. Une décomposition fondée sur un modèle du taux sans risque des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans suggère que les taux des OIS dans la zone euro ont initialement été soutenus par les anticipations d'un nouveau resserrement de la politique monétaire. S'agissant des évolutions depuis la publication de l'IPC américain, l'inversion des rendements à plus long terme dans la zone euro a été déterminée par les répercussions des évolutions aux États-Unis, renforcées par les anticipations d'un assouplissement de la politique monétaire et des publications de données décevantes dans la zone euro.

Le changement du narratif du marché s'est également reflété dans les évolutions du taux de change EUR/USD. L'euro s'est tout d'abord apprécié sous l'effet des anticipations d'un nouveau resserrement de la politique monétaire dans la zone euro par rapport aux États-Unis et d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque, mais il a ensuite effacé une partie de sa progression au cours de la semaine dernière en raison de la détérioration des perspectives économiques pour la zone euro. Globalement, l'euro a continué de s'apprécier et se situe actuellement, en termes effectifs nominaux, environ 15 % au-dessus du point bas enregistré en septembre 2022, réduisant les tensions inflationnistes grâce à des prix des importations moins élevés.

Une réévaluation des tensions inflationnistes à court terme a été observée sur les marchés financiers à la suite de la réunion de politique monétaire de juin, reflétant en partie la révision à la hausse des projections d'inflation dans les projections macroéconomiques de juin 2023 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ainsi que la persistance attendue de l'inflation et la rotation de ses

déterminants sous-jacents. Une décomposition de la compensation de l'inflation à un an dans un an dans la zone euro montre que les tensions à la hausse liées à des facteurs de demande ont plus que contrebalancé la dissipation des chocs d'offre négatifs.

La perception par les marchés d'une persistance plus marquée de l'inflation dans la zone euro est cohérente avec les risques à la hausse qui continuent de peser sur les perspectives d'inflation à plus long terme. Les mesures de la compensation de l'inflation totale à long terme extraites des instruments de marché dans la zone euro ont continué de s'inscrire en hausse. L'analyse empirique suggère que les taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) restent un indicateur fiable de la compensation de l'inflation pour la zone euro et ne sont pas significativement affectés par les déséquilibres entre l'offre et la demande sur le marché sous-tendant les points morts d'inflation dans la zone euro.

Les anticipations plus élevées relatives aux taux à court terme associées à des taux à long terme globalement stables ont accentué l'inversion de la courbe des rendements de la zone euro. Conjugée aux mauvaises surprises s'agissant des données relatives à la zone euro, l'inversion a ravivé les craintes de récession parmi les intervenants de marché en raison de données empiriques montrant que de telles inversions marquées de la courbe des rendements ont de solides antécédents dans la prévision des récessions. Toutefois, en raison de l'effet stock des portefeuilles obligataires des banques centrales, la prime de terme reste comprimée, ce qui pourrait réduire le contenu prédictif de la pente de la courbe des rendements pour la croissance économique.

Dans le même temps, les marchés des actions et du crédit de la zone euro ont bien résisté. La hausse des prix des actions et les évolutions favorables sur les marchés du crédit sont cohérentes avec les anticipations d'un « atterrissage en douceur » (*soft landing*) pour l'économie. Elles mettent également en évidence une transmission limitée de la politique monétaire aux prix des actifs risqués, qui pourrait de nouveau être liée à la prime de terme réduite, ce qui implique des conditions de financement plus souples sur le compartiment à moyen et long termes. Les écarts de rendement souverains sont proches des niveaux observés avant le cycle de resserrement de la politique monétaire fin 2021, dans la mesure où les tensions à la hausse qui auraient pu résulter de la forte hausse des taux directeurs ont été largement compensées par une croissance économique nominale solide, la création de l'instrument de protection de la transmission (*Transmission Protection Instrument*) constituant un facteur de compensation supplémentaire. L'augmentation des écarts de rendement des obligations d'entreprises en réponse aux anticipations d'un resserrement avait été très prononcée en 2022. Cependant, depuis un an, ces écarts de rendement se sont en fait resserrés et, à l'exception des obligations à rendement élevé, ils sont inférieurs aux niveaux qui prévalaient au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Cette évolution semble en contradiction avec les risques de défaut croissants liés aux anticipations d'un ralentissement économique prolongé.

Les conditions stables sur les marchés du crédit doivent également être considérées dans un contexte de forte baisse de l'excédent de liquidité en lien avec les remboursements importants effectués dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) et le début du dénouement intégral du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP), tous ces éléments montrant une capacité d'absorption satisfaisante sur les marchés. La diminution historiquement importante de l'excédent de liquidité fin juin en raison de l'arrivée à échéance d'une opération TLTRO III n'a pas entraîné de tension à la hausse sur les taux du marché monétaire. Au cours de la période pendant laquelle l'excédent de liquidité était en augmentation, l'écart de rendement négatif entre l'€STR et le taux de la facilité de dépôt s'était régulièrement élargi. Depuis la réintroduction de taux positifs et la réduction de l'excédent de liquidité, l'écart de rendement s'est établi à 10 points de base environ, quel que soit le niveau de l'excédent de liquidité. En particulier, cet écart de rendement est resté inchangé après la diminution de l'excédent de liquidité à la suite des remboursements importants réalisés en juin 2023 au titre des TLTRO III. Cette constatation est cohérente avec les conditions de liquidité toujours favorables qui prévalent et l'absence de signes de pénurie locale de réserves, reflétant en partie le fait que les remboursements ont été largement anticipés par les banques.

Le recours aux opérations de refinancement classiques – les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois – a légèrement augmenté. Toutefois, l'augmentation a été plus faible qu'attendu et l'utilisation a fortement diminué par la suite. À plus long terme, l'excédent de liquidité devrait diminuer à un rythme régulier, avec l'arrivée à échéance des opérations TLTRO III restantes et le dénouement progressif des portefeuilles au titre de l'APP.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant de l'environnement extérieur, M. Lane a relevé que l'activité économique mondiale a bien résisté au premier semestre de l'année, mais qu'elle s'est visiblement essouffée ces dernières semaines. L'indice mondial des directeurs d'achat (PMI) pour la production manufacturière a baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction en juin, sous l'effet du ralentissement marqué observé dans les économies avancées, avec des conséquences défavorables sur le commerce mondial. L'indice des directeurs d'achat relatif aux services continue d'indiquer une expansion, mais semble avoir atteint un point de retournement. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 juin, l'euro s'est apprécié tant vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux, en dépit d'une légère inversion sur la période la plus récente. En ce qui concerne les matières premières, les prix du pétrole ont augmenté, tandis que ceux du gaz ont baissé. Si les

prix des métaux sont restés globalement stables, ceux des matières premières alimentaires ont augmenté depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, reflétant en partie la décision unilatérale de la Russie de se retirer de l'Initiative céréalière de la mer Noire.

S'agissant de la zone euro, les indicateurs récents font état de faibles perspectives de croissance. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est inscrit en baisse depuis avril 2023 pour revenir sous le seuil de 50 en juillet. Les dynamiques sont cohérentes avec les faibles performances du PIB aux deuxième et troisième trimestres de l'année. La production manufacturière devrait s'être contractée de nouveau au deuxième trimestre et l'investissement dans l'immobilier résidentiel ainsi que l'investissement des entreprises devraient avoir diminué, selon les estimations. Cette évolution est cohérente avec le durcissement des conditions de financement, qui renchérit les logements et avec la hausse du coût du capital, qui réduit l'investissement. Les services ont continué de mieux résister, en particulier dans les secteurs nécessitant de nombreux contacts tels que le tourisme, même si l'indice des directeurs d'achat de juillet indique un ralentissement marqué de l'activité, tandis que les entrées de nouvelles commandes suggèrent un ralentissement généralisé dans les prochains mois.

Si l'on examine plus en détail les composantes de la demande du PIB, la consommation privée a diminué tant au quatrième trimestre 2022 qu'au premier trimestre 2023. Au premier trimestre 2023, alors que les revenus du travail et hors travail ont été des facteurs de soutien, la baisse a résulté du retrait des mesures budgétaires et d'une augmentation de l'épargne des ménages en dépit des progrès réalisés pour corriger le choc sur les termes de l'échange.

La croissance de l'investissement dans l'immobilier résidentiel est devenue négative au troisième trimestre 2022, évolution qui s'est même accentuée au quatrième trimestre, mais elle a été positive au premier trimestre 2023, la construction étant soutenue par un hiver doux et l'atténuation des goulets d'étranglement. Après ce « sursaut » positif, les perspectives pour le deuxième et le troisième trimestre sont redevenues négatives, la construction de bâtiments enregistrant une baisse et les indicateurs tirés d'enquêtes se situant au-dessous du seuil indiquant une contraction. De plus, les permis de construire délivrés pour des logements, un indicateur avancé pour le marché de l'immobilier résidentiel, ont fortement diminué au cours des derniers trimestres. On observe une baisse similaire pour les ventes de logement.

L'investissement des entreprises a également bien résisté au premier trimestre 2023, soutenu par l'atténuation des goulets d'étranglement. Toutefois, les indicateurs les plus récents tirés d'enquêtes, tels que les indices des directeurs d'achat relatifs aux biens d'équipement, à l'activité en cours et aux nouvelles commandes vont dans le sens d'une contraction au cours des trimestres suivants. L'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*) en juillet suggère que les entreprises sont toujours occupées à résorber leurs arriérés de commande, tandis que les nouvelles commandes sont en baisse.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

S'agissant des échanges commerciaux, le niveau des carnets de commandes à l'exportation pour les produits manufacturés est revenu à ses moyennes historiques, et les entreprises exportatrices ne peuvent donc plus s'appuyer sur d'importants arriérés de commandes. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation indique une forte contraction. En ce qui concerne les services, l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes est passé sous le seuil de 50, tandis que dans le secteur du tourisme les nouvelles commandes continuent de croître, mais à un rythme plus lent. S'agissant des importations, les biens intermédiaires ont enregistré la baisse la plus visible, liée à la morosité des perspectives d'investissement.

Le marché du travail demeure robuste. Le taux de chômage est resté à son point bas historique de 6,5 % en mai et les données récentes indiquent que la hausse de l'emploi s'est poursuivie au deuxième trimestre, en particulier dans le secteur des services. M. Lane a rappelé que l'augmentation de la population active a été un facteur clé ayant contribué à la création d'emplois au cours des deux dernières années, et a probablement aussi contribué positivement à la production potentielle. Les indicateurs prospectifs tirés d'enquêtes laissent penser que la création d'emplois pourrait se ralentir au cours des prochains mois et devenir négative pour le secteur manufacturier. Dans l'ensemble, les négociations salariales apparaissent globalement en ligne avec la trajectoire intégrée dans les projections macroéconomiques de juin, même si des risques entourent cette projection. D'une part, l'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE et la dernière enquête téléphonique auprès des entreprises signalent de faibles risques à la hausse pesant sur la projection de juin relative à la croissance des salaires. D'autre part, les données mensuelles les plus récentes disponibles pour certains pays indiquent que la croissance des salaires négociés s'est ralentie (hors paiements ponctuels).

S'agissant des bénéfices, au premier trimestre 2023, les profits unitaires ont contribué de façon significative à la hausse du déflateur du PIB, de même que les coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans le même temps, selon la dernière enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises, les bénéfices étaient en baisse en début d'année et devraient être moins élevés pour les trimestres suivants.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a de nouveau décéléré en juin, comme attendu, revenant de 6,1 % en mai à 5,5 %. Les déterminants à l'origine de la récente tendance baissière de la dynamique de l'inflation évoluent. Les sources externes de l'inflation s'affaiblissent, tandis que les tensions d'origine interne sur les prix, tenant notamment aux hausses de salaire et aux bénéfices toujours robustes, deviennent un moteur de plus en plus important de l'inflation. Les prix de l'énergie ont encore baissé, de 5,6 % en glissement annuel. La hausse des prix des produits alimentaires a poursuivi son ralentissement, même si elle reste forte, à 11,6 %, signe d'une transmission décalée des chocs passés sur les coûts des consommations intermédiaires et de facteurs liés aux conditions météorologiques.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est accentuée pour s'inscrire à 5,5 % en juin, en ligne avec les projections de juin, dans un contexte d'effets de base haussiers sur l'inflation dans les services. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques a continué de se ralentir, revenant à 5,5 % après 5,8 % en mai. Cette décélération reflète l'atténuation des goulets d'étranglement du côté de l'offre, le fléchissement de la demande et le renforcement de la concurrence mondiale. À l'inverse, les prix des services ont augmenté de 5,4 %, contre 5,0 % en mai, en raison des dépenses élevées consacrées aux vacances et aux voyages et reflétant également des effets de base haussiers.

Compte tenu de l'importance des effets de base pour évaluer la dynamique de court terme, il est important de continuer à suivre les indicateurs relatifs au « momentum » de l'inflation mesurée par l'IPCH et de ses composantes, qui a continué de se ralentir, à des degrés divers cependant. L'inflation totale en glissement sur trois mois annualisé s'est établie à 2 % environ en juin, reflétant le momentum très négatif de la hausse des prix de l'énergie. S'agissant de la hausse des prix des produits alimentaires, le momentum est revenu à 6 %, un niveau toujours très élevé, tandis que parmi les composantes de l'inflation *core*, il a fortement diminué pour les biens, mais pas pour les services. Dans une perspective de plus long terme, si le momentum de l'inflation s'est ralenti dans l'ensemble, il reste supérieur aux moyennes enregistrées avant la pandémie, sous l'effet de la dynamique de la hausse des prix des produits alimentaires et des services.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont affiché un certain ralentissement, mais sont demeurés à des niveaux élevés. L'analyse réalisée par les services de la BCE suggère que la PCCI – composante persistante et commune de l'inflation – constitue le meilleur indicateur prédictif sur un horizon de deux ans. Toutefois, les autres indicateurs de l'inflation sous-jacente présentent également un intérêt et doivent donc tous continuer d'être suivis. L'analyse réalisée par les services de la BCE montre également que la dissipation des hausses passées des prix de l'énergie et des goulets d'étranglement au niveau de l'offre exercera une pression à la baisse sur ces indicateurs au fil du temps. L'effet de la réouverture post-pandémie sur les services constitue un élément transitoire supplémentaire qui continue d'affecter l'ensemble des mesures. Bien que cela soit corrélé, dans une certaine mesure, avec le choc lié aux goulets d'étranglement, on peut raisonnablement supposer que l'inflation générée par les profits élevés dans le tourisme et l'hôtellerie constitue également un facteur transitoire dopant l'inflation sous-jacente.

Si l'on se concentre sur les tensions en amont, les dernières données disponibles relatives aux prix en amont de la chaîne de production font apparaître des évolutions baissières importantes pour les produits alimentaires comme pour les biens. S'agissant des produits alimentaires, toutefois, l'été chaud et les risques associés au phénomène El Niño et à d'autres événements climatiques représentent des risques à la hausse clairs pour les prix des produits alimentaires, dont les outils classiques ne sont pas en mesure de rendre compte. En ce qui concerne la hausse des prix des

biens, les tensions en amont sur les prix indiquent sans équivoque un ralentissement significatif sur le reste de l'année. En revanche, l'analyse de la hausse des prix des services ne fait pas apparaître d'ajustement baissier significatif dans l'ensemble. S'agissant plus particulièrement des services nécessitant de nombreux contacts, M. Lane a souligné que la révision des prix dans le secteur de l'hébergement avait été très prononcée lors de la réouverture au printemps 2022, tandis que l'ampleur des hausses de prix constatées cette année a été plus faible qu'il y a un an. Dans le cas de la restauration, les hausses de prix ont été beaucoup plus régulières, et l'inflation dans ce secteur commence seulement à se stabiliser. Il s'agit d'un secteur à forte intensité salariale et il est probable que la hausse des coûts salariaux dans ce secteur exercera des pressions à la hausse sur l'inflation dans les services dans leur ensemble. Toutefois, l'indice des directeurs d'achat pour les prix à la production dans le tourisme et les loisirs, qui constitue un bon indicateur avancé pour les services nécessitant de nombreux contacts, suggère un ralentissement de l'inflation pour la période à venir.

Le taux de croissance annuel des prix de l'immobilier résidentiel est revenu à 0,4 % au premier trimestre 2023. Dans le même temps, le coût des loyers augmente très lentement et a enregistré une hausse annuelle de 2,7 % en juin. La hausse des prix des logements occupés par leur propriétaire a continué de se ralentir seulement modérément, ressortant à 8,0 % au premier trimestre 2023. Ainsi, tandis que les tensions sur les prix se sont atténuées pour l'achat d'un logement, les coûts d'entretien et les autres coûts liés au logement restent élevés.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, mais certains indicateurs restent élevés et doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

M. Lane a souligné l'absence de nouvelle importante sur le plan budgétaire depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 juin. Les informations devenues disponibles confirment qu'un certain resserrement budgétaire devrait intervenir en 2024. Les budgets nationaux devraient réduire les mesures de soutien liées aux factures énergétiques par rapport à 2023 et des sommes moins élevées devraient être consacrées aux dépenses au titre du programme *Next Generation EU* (NGEU) l'année prochaine.

Le resserrement de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs continue de se transmettre fortement aux conditions de financement au sens large. Les taux d'intérêt sans risque sur les échéances de court à moyen terme ont augmenté depuis la précédente réunion de politique monétaire et les financements sont devenus plus chers pour les banques, en partie sous l'effet de l'extinction progressive en cours des opérations TLTRO III. Les remboursements importants en juin au titre des TLTRO III se sont bien déroulés, les banques ayant été bien préparées. Les taux moyens des prêts aux entreprises et des prêts hypothécaires ont de nouveau augmenté en mai, ressortant à 4,6 % et 3,6 %, respectivement.

La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire fait état d'un nouveau durcissement des critères d'octroi et d'une nouvelle forte baisse de la demande de prêts au deuxième trimestre, tant pour les entreprises que pour les ménages, les banques se montrant davantage préoccupées par les risques auxquels sont confrontés leurs clients et moins disposées à supporter ces risques.

La demande de prêts des entreprises ressortant de l'enquête a chuté à un plus bas historique depuis le début de l'enquête en 2003 et, pour la première fois, elle est inférieure au niveau enregistré au plus fort de la crise financière mondiale. Le recul de la demande a été nettement plus important que prévu par les banques au trimestre précédent, reflétant principalement l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur la demande de prêts et une moindre volonté de procéder à des investissements fixes.

S'agissant du financement global des entreprises, les flux mensuels de prêts bancaires et les émissions nettes de titres de créance des entreprises sont restés stables. Par rapport au revenu nominal des entreprises ou au PIB nominal, cela indique une diminution significative des volumes de crédit.

Le durcissement des conditions de financement rend également le logement moins abordable et moins attractif comme investissement. En conséquence, la demande de prêts hypothécaires a chuté pour le cinquième trimestre consécutif. D'après les réponses des banques à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi des crédits à la consommation et des autres prêts se sont durcis davantage qu'au trimestre précédent et au-delà de ce qui était anticipé par les banques. Les modalités d'octroi des crédits à la consommation se sont également durcies et la demande de prêts a continué de diminuer. Cette évolution signifie que la consommation de biens durables sera probablement affectée à court terme.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Sur la base de l'évaluation des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs relève de 25 points de base les trois taux directeurs de la BCE. Les dernières données disponibles ont largement validé les perspectives d'inflation présentées dans les projections de juin. Même si la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente montrent des signes de ralentissement, elles restent élevées, et la forte transmission de l'orientation de la politique monétaire aux conditions de financement au sens large reste un facteur important pour ramener l'inflation vers la cible.

Au vu des informations devenues disponibles, le Conseil des gouverneurs doit souligner la continuité dans l'orientation générale de sa politique monétaire. Au moment de la réunion de septembre, il disposera de nouvelles projections macroéconomiques. Les résultats de l'inflation pour juillet et août ainsi que de nouveaux éléments attestant de la rapidité et de la vigueur de la transmission monétaire feront partie des données devenues disponibles. Considérées dans leur ensemble, les projections de

septembre, l'évolution de l'inflation sous-jacente et les dernières informations disponibles sur la transmission monétaire aideront le Conseil des gouverneurs à actualiser son évaluation de l'orientation appropriée de la politique monétaire. M. Lane a par conséquent proposé d'indiquer que les futures décisions feront en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient « fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire », pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Cette formulation montre clairement que le Conseil des gouverneurs fait preuve d'un esprit ouvert quant aux mesures de politique monétaire appropriées à prendre lors de la réunion de septembre. Le Conseil des gouverneurs doit également continuer de signaler que le niveau et la durée appropriés des restrictions dépendront des données.

Préserver la possibilité de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie comme première ligne de défense contre les risques de fragmentation reste justifié, compte tenu également de la fin des réinvestissements au titre de l'APP.

Enfin, M. Lane a proposé de fixer la rémunération des réserves obligatoires à 0 %. Cette étape permettrait de réduire le montant total des intérêts à payer sur les réserves pour mettre en œuvre l'orientation adéquate de la politique monétaire, tout en assurant le même degré de contrôle sur cette orientation. Ainsi, cela préserverait l'efficacité de la politique monétaire du Conseil des gouverneurs tout en améliorant l'efficacité de la mise en œuvre de la politique monétaire.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation faite par M. Lane selon laquelle les dernières données d'enquêtes indiquent un essoufflement visible de l'activité mondiale, après que les données objectives aient suggéré un étiage de la contraction fin 2022 et une résilience au premier semestre 2023. L'économie chinoise, pour laquelle l'activité a été inférieure aux anticipations des marchés au deuxième trimestre, a été évoquée. Dans le même temps, les autorités chinoises ont annoncé une série de mesures de politique économique, dont certaines visant à assurer un environnement plus favorable aux entreprises en soutenant l'investissement. La question a été posée de savoir ce que cela impliquait pour les perspectives de la zone euro compte tenu des importants liens commerciaux avec la Chine. Il a également été avancé que la Chine n'était pas la seule source de faiblesse de la demande mondiale, les marchés financiers semblant intégrer une probabilité relativement élevée de récession aux États-Unis, le principal partenaire commercial de la zone euro. Les membres du Conseil ont également pris note de la récente

appréciation de l'euro relativement aux hypothèses techniques formulées au moment des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, que ce soit vis-à-vis du dollar ou en termes effectifs nominaux, ce qui pourrait affecter l'économie réelle et, *in fine*, les prix dans la zone euro.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil sont convenus avec M. Lane que les perspectives économiques à court terme pour la zone euro s'étaient détériorées, principalement en raison d'un affaiblissement de la demande intérieure. La forte inflation et le durcissement des conditions de financement ont freiné les dépenses. La production manufacturière, également ralentie par l'atonie de la demande extérieure, en a subi particulièrement les conséquences. L'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises montrent également des signes de faiblesse. Les services sont restés plus résilients, notamment dans les sous-secteurs à forte intensité de contact comme le tourisme, même si, globalement, leur dynamique s'est atténuée. L'économie devrait rester atone à court terme. Par la suite, le recul de l'inflation, la hausse des revenus et l'amélioration des conditions de l'offre devraient favoriser la reprise.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les signes d'une possible surprise à la baisse concernant l'activité économique par rapport aux projections de juin constituaient une information importante. Il a été fait référence aux résultats des modèles de « prévision en temps réel » qui synthétisent mécaniquement les données quantitatives et qualitatives et font état d'une stagnation, tandis que les projections continuent d'indiquer une croissance trimestrielle clairement positive. Toutefois, il a été souligné que le lien entre indicateurs qualitatifs et données quantitatives s'était affaibli et que les données relatives au PIB étaient devenues davantage sujettes à révision. Par conséquent, il est prudent d'attendre la publication par Eurostat de données relatives au PIB au cours des prochaines semaines avant de tirer des conclusions solides. Dans tous les cas, davantage de données et une actualisation plus complète seront intégrées dans les projections de septembre établies par les services de la BCE.

La question a été posée de savoir dans quelle mesure la détérioration des perspectives de croissance à court terme est liée au resserrement de la politique monétaire de la BCE, ou plutôt si cette détérioration continue de refléter les répercussions de la pandémie et des chocs sur l'énergie – ainsi qu'à des facteurs potentiellement plus structurels affectant l'économie de la zone euro, tels qu'une moindre compétitivité dans un contexte de renchérissement de l'énergie et de hausse des coûts liés au climat. D'une part, il a été avancé que la détérioration des perspectives montrait que la transmission monétaire fonctionnait et que les relèvements de taux d'intérêt jouaient le rôle attendu. D'autre part, il a été rappelé que les délais de transmission habituels et les estimations des services de la BCE suggéraient que l'impact sur le PIB de l'essentiel du resserrement passé ne s'était pas encore fait sentir et ne se matérialiserait qu'au cours de l'année à venir. Dans ce contexte, il a été jugé

important de chercher d'autres éléments permettant de déterminer si la dernière détérioration des perspectives de croissance reflétait l'impact des mesures de politique monétaire ou si elle pouvait également être due à des effets résiduels des répercussions des chocs antérieurs ou à des problèmes structurels plus durables pesant sur le côté de l'offre. L'avis a été largement partagé que l'affaiblissement de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et des perspectives d'investissement d'un point de vue plus général ne constituait pas une surprise, en particulier dans les secteurs à forte intensité capitalistique et sensibles aux taux d'intérêt. Dans ce contexte, des signes encourageants sont ressortis de l'observation selon laquelle l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggérait que l'investissement vert pourrait être moins affecté par le recul généralisé des prêts, l'investissement vert public et privé étant vital pour ralentir la fréquence des chocs climatiques et en atténuer l'impact. Dans le même temps, il a été avancé que les mauvaises nouvelles concernant les perspectives de croissance se concentraient sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel et désormais aussi sur les perspectives en matière d'investissement des entreprises, qui dépendent davantage du financement que de la demande des autres secteurs. Cela a soulevé la question de savoir si les élasticités intégrées dans les projections établies par les services de l'Eurosystème afin de capturer l'impact des mesures de politique monétaire étaient trop basses.

Les membres du Conseil ont examiné en détail les signaux contrastés provenant du secteur industriel et des services. Si les dernières données d'enquête relatives à l'industrie ont fait état d'un ralentissement de l'activité, les données pour les services sont toujours en ligne avec une croissance positive. De plus, la confiance des consommateurs a continué de s'améliorer, malgré le resserrement de la politique monétaire de la BCE et une inflation encore élevée. Il a été souligné que la relative résistance des services était, dans une large mesure, due à l'activité saisonnière des commerces d'hébergement et de voyage de loisirs et pourrait donc évoluer au cours du reste de l'année. Dans ce contexte, il a été suggéré que la demande de services liés au tourisme venait en partie de l'extérieur de l'Europe et que la demande latente provenant de l'intérieur de la zone euro reposait probablement sur l'épargne précédemment accumulée, qui devrait diminuer au fil du temps. De plus, il a été avancé que le ralentissement de la croissance de la production industrielle avait commencé à s'étendre aux services et il a été exprimé que cette reconnexion entre les deux secteurs pourrait s'accélérer après l'été. Toutefois, il a également été avancé qu'un effet de contagion de la faiblesse du secteur manufacturier sur le secteur des services n'était pas inévitable étant donné l'hétérogénéité considérable au sein des services.

Il a été rappelé que la dichotomie entre le secteur manufacturier et les services était conforme aux tendances historiques selon lesquelles la politique monétaire affecte les services avec un délai plus important. En matière d'activité agrégée, cette réaction décalée et la durée plus longue de la reprise se sont généralisées à mesure que l'économie reposait de plus en plus sur les services par rapport aux décennies passées. Toutefois, cette dichotomie est toujours vue comme soulevant la question de

savoir si le ralentissement de l'activité économique était dû principalement à la demande et à l'impact de la politique monétaire, car, si c'était le cas, des effets plus prononcés auraient également été observés pour les services. Dans le même ordre d'idées, il a été jugé déconcertant que l'élasticité du taux d'intérêt du secteur manufacturier semble nettement plus élevée pour la zone euro que pour les États-Unis. Le fait que le sentiment du secteur manufacturier américain résiste bien par rapport à la zone euro a été considéré comme jetant le doute sur la question de savoir si le ralentissement dans la zone euro pouvait être attribué à la politique monétaire. Pour expliquer l'asymétrie entre les deux économies, des facteurs structurels pesant spécifiquement sur le secteur manufacturier dans la zone euro pourraient également être mentionnés comme ayant joué un rôle. Exemple marquant, l'industrie automobile, qui a non seulement été victime d'une baisse de la demande, mais a aussi été confrontée à des problèmes de compétitivité. Autre exemple, le choc sur les prix de l'énergie, qui a entraîné d'importants changements structurels en matière de compétitivité industrielle.

Les membres du Conseil sont largement convenus que le marché du travail restait robuste. Le taux de chômage est resté au niveau historiquement bas de 6,5 % atteint en mai et de nombreux nouveaux emplois ont été créés, en particulier dans le secteur des services. Cela étant, les indicateurs prospectifs laissent entrevoir un relâchement de cette tendance au cours des prochains mois, qui pourrait devenir négative dans le secteur manufacturier. Il a été noté que les évolutions du marché du travail restaient déconcertantes, compte tenu de leur réaction inhabituellement modérée par rapport aux précédents épisodes d'affaiblissement de la croissance. Le marché du travail reste un élément solide au sein des perspectives économiques globales et suggère qu'un atterrissage en douceur demeure possible pour l'économie. Cette solidité est jugée comme reflétant la flexibilité accrue de nombreux marchés du travail européens, en particulier dans le cas des services. Dans le même temps, cette plus grande flexibilité implique également une plus grande fragilité du secteur des services, dans la mesure où elle affecterait aussi l'emploi de manière plus négative une fois que les entreprises arrêteraient d'embaucher ou commenceraient à licencier. Le chômage pourrait alors augmenter de manière plus brutale ultérieurement. Ce risque est exacerbé car le secteur des services emploie une forte proportion de travailleurs temporaires et à temps partiel. Il a été observé que les premiers signes d'un ralentissement des conditions sur le marché du travail avaient déjà été entrevus, à savoir dans le secteur manufacturier, et il a été supposé que davantage de signes en ce sens devraient suivre dans les différents secteurs.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'à mesure que la crise énergétique s'atténue, les gouvernements devraient retirer rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes. Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les tensions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient, sinon, une réponse de politique monétaire plus forte. La récente déclaration de l'Eurogroupe sur l'orientation budgétaire de la zone euro est conforme à cette évaluation. Les politiques budgétaires doivent être conçues de

manière à rendre l'économie de la zone euro plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Des politiques de renforcement de la capacité d'offre de la zone euro peuvent contribuer à atténuer les tensions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant la transition écologique, qui est aussi soutenue par le programme NGEU. Il a été réaffirmé que la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue avant la fin de l'année.

S'agissant du resserrement budgétaire qu'impliquent les plans budgétaires nationaux pour 2024, il a été reconnu qu'un resserrement significatif pouvait être attendu à l'avenir. Cela soutiendrait également le processus de désinflation. La Commission européenne a commencé à demander des ajustements budgétaires supplémentaires et des signes indiquent que les gouvernements deviennent plus attentifs en matière de resserrement budgétaire. Toutefois, il a été rappelé que la prudence était de mise étant donné que souvent, le contrôle plus important des dépenses publiques et les améliorations des déficits annoncés dans le passé n'ont pas pu se matérialiser. Dans ce contexte, il n'est pas certain que, par exemple, les subventions à l'énergie seraient rapidement supprimées et les déficits réduits en parallèle. Il a été indiqué que la réduction des ratios dette publique/PIB observée jusqu'à présent reflétait largement l'impact de l'inflation plutôt que les efforts de réforme structurelle. De plus, si les évolutions du solde primaire indiquent un certain resserrement, il a été avancé que la politique budgétaire dans de nombreux pays européens est restée procyclique et donc qu'elle accentue encore les tensions inflationnistes. Les pressions en faveur de soldes primaires plus élevés au vu de la hausse des taux d'intérêt n'a émergé que très progressivement, tant que les budgets étaient encore soutenus par des recettes fiscales plus élevées que prévu résultant de l'inflation élevée.

Dans ce contexte, les membres sont convenus que les perspectives de croissance économique demeurent très incertaines. Les risques à la baisse pour la croissance incluent la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ainsi qu'une aggravation des tensions géopolitiques globales, qui sont de nature à fragmenter les échanges commerciaux au niveau mondial et donc à peser sur l'économie de la zone euro. La croissance pourrait aussi pâtir d'effets de la politique monétaire plus restrictifs qu'anticipé ou d'un affaiblissement de l'économie mondiale, qui freinerait la demande d'exportations adressée à la zone euro. En revanche, la croissance pourrait être plus soutenue que projeté si la solidité du marché du travail, la hausse des salaires réels et le recul des incertitudes stimulaient la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises. Il a été avancé que, même si pour le moment le scénario central reste celui des projections de juin, les dernières informations suggèrent des risques à la baisse plus évidents pour la croissance. Toutefois, au vu de l'incertitude élevée entourant les prévisions en temps réel, la publication imminente des données de PIB pour le deuxième trimestre fournira de plus amples informations.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les déterminants de l'inflation évoluent. Les sources

externes de l'inflation s'affaiblissent, tandis que les tensions d'origine interne sur les prix, tenant notamment aux hausses de salaire et au maintien de marges bénéficiaires élevées, deviennent un moteur de plus en plus important de l'inflation. Si certaines mesures diminuent, l'inflation sous-jacente reste globalement forte, en particulier du fait des effets persistants des hausses passées des prix de l'énergie sur les prix dans l'ensemble de l'économie.

Les membres du Conseil ont souligné l'absence de surprise importante dans les derniers résultats d'inflation par rapport aux projections de juin. Cela a été vu comme une bonne nouvelle étant donné les séries antérieures de surprises à la hausse. La baisse observée de l'inflation totale est principalement due aux prix de l'énergie et des produits alimentaires, ce qui a été vu comme la confirmation que les chocs ayant initialement causé la forte hausse de l'inflation se résorbaient désormais eux aussi rapidement. Cela ressort du rôle majeur joué par les effets de base dans la baisse de l'inflation. Il a été indiqué que cela pourrait entraîner un profil d'envolées et de chutes de l'inflation (*boom-bust*) dans les pays où l'énergie et les produits alimentaires constituent une part plus importante du panier de consommation des ménages. De manière plus générale, cela souligne la pertinence du problème du « dernier kilomètre » (« *last mile* »), à mesure que les tensions sur l'inflation passeront de sources externes à des tensions sur les prix intérieurs.

Il a été suggéré que l'inflation *core* pourrait également avoir passé son pic, mais il a été souligné qu'elle resterait élevée au cours des mois d'été. Toutefois, une légère baisse pourrait être observée si l'on fait abstraction de l'effet de base haussier associé à la subvention temporaire des transports mise en œuvre dans la première puissance économique de la zone euro pendant l'été 2022. Cet effet de base ne disparaîtra des données qu'en octobre, date à laquelle on peut espérer que les données confirmeront que le pic a été atteint pour l'inflation *core*, qui demeure pour le moment résolument élevée. Dans ce contexte, des éléments rassurants ont été apportés par les données d'enquête relatives aux entreprises, qui font état d'une forte baisse de la fréquence et de la proportion des hausses de prix par rapport aux réductions de prix dans certaines économies de la zone euro. De même, les anticipations d'inflation à court terme des ménages et les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente se sont inscrites en baisse régulière ces derniers mois dans la zone euro.

Des références ont été faites à l'analyse des mesures de l'inflation sous-jacente réalisée par les services de la BCE citée par M. Lane dans son introduction. Il a été observé que, globalement, ces mesures étaient restées plutôt stables ces derniers mois, quoiqu'à des niveaux élevés. Il a également été noté que les trois mesures identifiées par les services de la BCE comme les plus performantes en tant qu'indicateurs de l'inflation à moyen terme suggéraient actuellement différents sens d'évolution, le PCCI reculant rapidement, tandis que l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure, et la mesure des tensions sur les prix intérieurs continuaient d'indiquer une hausse. Si l'on corrige les différentes mesures de l'impact des

chocs sur l'énergie et des chocs de goulets d'étranglement, on obtient des niveaux moins élevés, mais qui restent néanmoins tous nettement supérieurs à 2 %. Par conséquent, il semble que la dissipation des chocs seule ne puisse ramener l'inflation à sa cible, ce qui indiquerait des tensions inflationnistes plus enracinées.

Les évolutions des prix des produits alimentaires ont été identifiées comme une source d'incertitude majeure car elles sont influencées par des facteurs et des chocs potentiels difficiles à prévoir. Dans ce contexte, les conséquences de la décision unilatérale de la Russie de se retirer de l'Initiative céréalière de la mer Noire sont sources d'interrogations importantes. Un autre facteur de risque important pour les prix des produits alimentaires est l'impact du changement climatique et les chocs météorologiques tels que ceux liés à El Niño, qui sont susceptibles d'être non linéaires. Il convient d'établir si ces chocs sont liés à la demande ou à l'offre et s'ils impliquent essentiellement de la volatilité à court terme ou pourraient affecter les perspectives à moyen terme. Même si la volatilité à court terme ne garantit pas nécessairement une réponse de politique monétaire, dans le contexte d'inflation élevée, elle pourrait influencer sur les négociations salariales et ensuite avoir un effet plus significatif.

Les membres du Conseil ont noté que la croissance des salaires au premier trimestre 2023 avait été légèrement plus élevée que prévu, mais que les informations disponibles semblaient globalement en ligne avec un retournement et un ralentissement de la croissance des salaires en 2024, comme anticipé dans les projections de juin. De ce point de vue, il n'y a pas eu de surprise importante s'agissant de la croissance des salaires, dont on s'attend encore à ce qu'elle atteigne un pic à l'été 2023 et décélère ensuite. Toutefois, des préoccupations ont été exprimées quant au fait que ces perspectives soient entourées de risques à la hausse. Il a été fait référence aux accords salariaux d'une durée plus longue qui impliquent des tensions sur les salaires plus faibles à court terme, mais qui persistent plus longtemps et ne se matérialisent que plus tard, une fois les accords en cours arrivés à expiration. De plus, des informations empiriques pour certaines économies de la zone euro suggèrent que les demandes des travailleurs dans le cadre des négociations salariales étaient davantage orientées vers l'inflation effective récente, plutôt que prospectives et ancrées dans la perspective d'un retour de l'inflation à sa cible de 2 %.

De plus, il a été indiqué qu'une croissance plus élevée des salaires pourrait dépasser la croissance moins soutenue de la productivité qu'impliquent les dernières évolutions de l'activité économique et du marché du travail, ce qui entraînerait par la suite une atténuation des tensions sur les coûts unitaires de main-d'œuvre moins prononcée que prévu dans les projections de juin. Cela dénote des risques à la hausse sur l'inflation, les tendances récentes en matière de hausse des salaires nominaux étant incompatibles avec l'objectif de la BCE de 2 % à moyen terme lorsqu'on les corrige des évolutions modestes de la productivité. De plus, s'agissant de la répercussion de la hausse des salaires, il a été

rappelé que l'une des hypothèses centrales des projections de juin était que l'augmentation des coûts de main-d'œuvre serait amortie par une compression des bénéfices unitaires. Des doutes ont été exprimés quant à la question de savoir si cela serait le cas après la forte croissance des bénéfices observée en 2022 et début 2023. Toutefois, il a également été avancé que les probabilités que cet amortissement ait lieu dans le futur avaient été considérées comme devenant plus réalistes au vu des performances de croissance décevantes et des évolutions négatives de la demande, avec l'accroissement de la probabilité que les entreprises abaissent leurs marges. Il a également été rappelé que le maintien de sureffectifs n'était pas gratuit et que les coûts se manifesteraient tôt ou tard dans la baisse non seulement de la productivité, mais aussi des bénéfices des entreprises et des salaires. Globalement, il a été conclu que l'évolution de la croissance des salaires et des bénéfices demeurait un important facteur d'incertitude.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note des évaluations réalisées par Mme Schnabel et M. Lane relatives aux dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. Si la plupart des mesures s'établissent actuellement à environ 2 %, certains indicateurs restent élevés et doivent être surveillés de près. La stabilité globale des anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes a été considérée comme importante, car elle signifie que de fortes hausses de salaire seront moins probables dans le futur. Il a été souligné que les hausses continues des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, y compris la mesure à cinq ans dans cinq ans s'établissant au-dessus de 2,5 %, s'expliquaient principalement par les primes de risque. Même si cela ne remet pas en question le fait que les anticipations d'inflation restent ancrées, cela suggère que les intervenants de marché perçoivent une augmentation des risques à la hausse sur l'inflation à long terme. De plus, cet élément continue de soulever la question de savoir pourquoi le recul de l'incertitude concernant l'inflation ne se traduit pas par une réduction des primes de risque.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont considéré que les perspectives d'inflation demeuraient très incertaines et étaient sujettes à des risques à la hausse comme à la baisse. Les risques à la hausse comprennent d'éventuelles nouvelles tensions à la hausse sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires, en lien également avec la décision unilatérale de la Russie de se retirer de l'Initiative céréalière de la mer Noire. Des conditions météorologiques défavorables, au vu de l'évolution de la crise climatique, pourraient pousser les prix des produits alimentaires à la hausse au-delà des niveaux projetés. Et une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible de la BCE, ou des hausses des salaires ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé, pourraient aussi accentuer l'inflation, y compris à moyen terme. À l'opposé, une contraction de la demande, due par exemple à une transmission plus forte de la politique monétaire, provoquerait une baisse des tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. En outre, l'inflation se

tasserait plus vite si le recul des prix de l'énergie et le ralentissement des hausses des prix des produits alimentaires se répercutaient sur les prix d'autres biens et services plus rapidement qu'anticipé actuellement.

Les membres du Conseil ont évoqué différents risques pesant sur l'inflation. Un ensemble de risques correspond à la possibilité d'une croissance des salaires plus importante ou de marges bénéficiaires demeurant élevée plus longtemps. Il a été suggéré que le processus de désinflation deviendrait plus difficile une fois que les effets directs des précédents chocs d'offre externes sur l'inflation se seraient inversés et que les tensions plus persistantes sur les prix intérieurs et les effets de second tour auraient commencé à dominer. Dans le même temps, si l'on examine comment évoluent les salaires, les marges bénéficiaires et les anticipations d'inflation, on ne constate actuellement aucune indication manifeste d'un renforcement des effets de second tour. Il a également été rappelé que les projections d'inflation étaient établies en faisant l'hypothèse qu'aucun nouveau choc ne se produirait. En revanche, l'exemple des crises climatique et alimentaire, probablement exacerbées par les effets d'El Niño cette année et l'année prochaine, suggère que de nouveaux chocs pourraient se produire assez loin dans l'horizon de projection, des risques à la hausse sur l'inflation y étant associés sur cette échéance. Aujourd'hui déjà, les conséquences du changement climatique se manifestent via l'augmentation de la fréquence des phénomènes météorologiques extrêmes, des sécheresses, des incendies et des inondations, menaçant les récoltes et le tourisme. Au vu de ces éléments, les risques pesant sur les prix des produits alimentaires sont considérés comme nettement orientés à la hausse. De plus, certains de ces chocs et des évolutions structurelles défavorables pourraient réduire la capacité d'offre de la zone euro et accroître les risques à la hausse sur l'inflation à moyen et long terme.

Il a été mentionné que la combinaison d'une absence de surprises en matière d'inflation et de perspectives de croissance plus faibles que prévu impliquait que les risques sur l'inflation étaient devenus plus équilibrés, s'ils ne commençaient pas déjà à s'orienter vers une baisse. Dans le même temps, il a été souligné que, en présence de chocs d'offre défavorables, cela pourrait également donner une « stagflation ». Dans ce cas, même une récession ne s'accompagnerait pas nécessairement d'une réduction claire de l'inflation pendant un certain temps, contrairement à la situation plus standard où les chocs de demande sont déterminants. Il a été avancé que, par rapport à l'évaluation réalisée sur la base des projections de juin, une diminution des risques sur les perspectives d'inflation était garantie seulement lorsque l'on prend en compte l'impact mécanique exercé par les hypothèses techniques actualisées portant sur les conditions de financement et le taux de change sur les chiffres de l'inflation lorsque l'on applique les élasticités conventionnelles. Cependant, il a aussi été suggéré que le tableau d'une inflation en ligne avec les anticipations et d'un ralentissement de la croissance pourrait également être interprété d'une manière qui souligne une

persistance de l'inflation plus importante que prévu pour un taux de croissance donné, ou une moindre transmission du resserrement de la politique monétaire à l'objectif final.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les taux moyens des prêts aux entreprises et des prêts hypothécaires s'inscrivent en hausse et les critères d'octroi se durcissent. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la demande de crédit des entreprises et des ménages diminue, entraînant une atonie des taux de croissance des prêts, et les flux mensuels de prêts aux entreprises oscillent autour de zéro depuis novembre 2022. Il a également été souligné que les résultats de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire montraient que la demande de crédit des entreprises à des fins d'investissement avait baissé et devrait encore diminuer. Toutefois, il a également été souligné que – à la suite des fluctuations importantes observées pendant la période de pandémie et face au choc sur l'énergie en 2022 – dans une perspective à moyen terme l'encours des crédits pourrait maintenant renouer avec sa tendance de long terme.

L'attention a été attirée sur les évolutions des agrégats de monnaie et de crédit, dont les taux de croissance diminuent rapidement et sont négatifs en termes réels. En particulier, il a été rappelé que les évolutions de l'agrégat monétaire étroit étaient généralement un bon indicateur avancé des points de retournement de l'activité économique. Si la faible évolution des agrégats de crédit peut refléter à la fois des effets d'offre et de demande, il a été affirmé que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ne montrait pas de signes de restrictions sur l'offre de crédit et que les données disponibles n'indiquaient pas d'effets d'amplification financière en provenance du secteur bancaire. Toutefois, l'existence d'un canal d'offre de crédit n'a pas été jugée pertinente uniquement en cas d'évolutions proches d'une crise dans le secteur financier. Elle pourrait également renforcer plus largement l'effet de resserrement des impulsions de politique monétaire via la demande de crédit. Ce canal doit être pris en compte lors du calibrage de l'orientation de la politique monétaire. Dans ce contexte, il a été maintenu que les conditions de la liquidité des banques devaient être suivies attentivement, car les risques pour la stabilité financière sont particulièrement élevés lorsque les bilans des intermédiaires financiers se contractent dans un contexte de conditions macroéconomiques moins favorables.

S'agissant de la transmission du durcissement des conditions de financement pour les prêts au logement, la remarque a été faite que dans certaines parties de la zone euro, le marché de l'immobilier résidentiel se redressait malgré le resserrement en cours de la politique monétaire. Une explication possible est la réaction modérée des taux d'intérêt à long terme, qui demeurent comprimés par le stock important d'actifs au bilan de l'Eurosystème, avec des taux à long terme globalement stables en 2023 après les fortes hausses initiales observées en 2022. Il a été fait référence aux indications selon lesquelles le durcissement des conditions de financement commençait à affecter les décisions économiques ailleurs, notamment en ce qui concerne les choix d'investissement.

Dans l'ensemble, la courbe des taux à terme sans risque est demeurée légèrement supérieure aux niveaux observés avant la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le déplacement vers le bas constaté au cours des dernières semaines pourrait s'expliquer par le fait que les intervenants de marché s'attendent à ce que des taux de croissance plus faibles contribuent à la baisse des taux d'inflation, ce qui nécessiterait des relèvements moins prononcés des taux d'intérêt. Toutefois, la remarque a été faite que ce narratif semblait en contradiction avec la poursuite de la dérive haussière des mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, même si, en corrigeant les mesures de compensation de l'inflation extraites des taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation de la prime de risque d'inflation, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans se situait pratiquement au même niveau de celui observé lors de la réunion des 14 et 15 juin. Le fait que les primes de risque continuent d'augmenter ou demeurent élevées a été considéré comme un signe de risques à la hausse pesant sur l'inflation.

La crainte a été exprimée que l'inversion de la courbe des rendements pourrait être interprétée comme un indicateur d'un ralentissement à venir de l'activité économique. Le fait que l'inversion de la courbe des taux soit encore plus prononcée aux États-Unis, le principal partenaire commercial de la zone euro, a été considéré comme un élément aggravant les risques de récession pour la zone euro. Dans ce contexte, il a été avancé que la politique monétaire de la zone euro faisait face à un défi, car les intervenants de marché s'attendent à une trajectoire des taux d'intérêt évoluant dans le même sens dans les deux zones monétaires, tandis que, compte tenu des surprises antérieures négatives concernant les données, l'activité économique dans la zone euro s'est découplée des évolutions plus positives aux États-Unis.

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 ont estimé que les conditions de financement s'étaient globalement durcies depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 juin, les relèvements passés des taux continuant de se transmettre fortement aux conditions de financement dans l'ensemble des secteurs. Les taux d'intérêt sans risque sur les échéances allant du court au moyen terme ont augmenté au cours de cette période. Il a été souligné que l'appréciation de l'euro a contribué à un durcissement des conditions financières, tandis que les actifs risqués, y compris les actions, ont globalement fait preuve de résilience face au resserrement de la politique monétaire et à la détérioration des perspectives, comme les écarts de rendement des obligations d'entreprises et souveraines. Il a été observé que les coûts d'emprunt des banques, des entreprises et des ménages avaient nettement augmenté et qu'ils continueraient de croître pendant un certain temps, même sans nouveaux relèvements de taux, compte tenu des délais de transmission. En outre, d'autres mesures de politique monétaire, telles que l'arrivée à échéance

des opérations TLTRO III et la réduction du portefeuille de l'APP, ont été considérées comme accentuant le resserrement de la politique monétaire résultant de la hausse des taux directeurs de la BCE. Il a toutefois été noté qu'après avoir été rapidement réévalués au début du cycle de resserrement, les taux d'intérêt à long terme se sont stabilisés pendant un certain temps, bien que les taux d'intérêt réels aient fortement augmenté au cours de l'année passée et qu'ils continueraient à augmenter même sans nouveaux relèvements des taux d'intérêt, car l'on peut s'attendre à ce que l'inflation continue de diminuer.

Il a été souligné que la politique monétaire restrictive actuelle et le degré de restriction de la politique monétaire qui pourrait s'avérer nécessaire in fine restaient incertains. Conformément aux trois principaux éléments de sa fonction de réaction communiqués par le Conseil des gouverneurs plus tôt dans l'année, les membres du Conseil ont évalué les évolutions intervenues depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 14 et 15 juin en lien avec les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil sont généralement convenus que les évolutions avaient été globalement conformes aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. En revanche, les indicateurs relatifs à l'économie réelle font état d'une croissance du PIB plus faible que projetée. Il a été noté que l'inflation totale avait baissé rapidement, en partant toutefois de niveaux élevés. Les anticipations d'inflation sont demeurées globalement ancrées, en partie du fait de la réponse forte de la politique monétaire et du recul observé de l'inflation. De plus, le risque d'effets de second tour entraînant des spirales salaires-prix semble contenu, ce qui laisse penser que la politique monétaire commence à produire des effets. Toutefois, une certaine prudence a été exprimée, de nouvelles données relatives à l'inflation pour les mois à venir étant nécessaires pour que le Conseil des gouverneurs soit en mesure de confirmer la tendance au ralentissement de la hausse de l'IPC. Il a été souligné que l'inflation était supérieure à 2 % depuis un certain temps et ne devrait pas revenir rapidement à sa cible en l'absence de nouvelles mesures. Un tableau plus exhaustif devrait ressortir des nouvelles projections de septembre établies par les services de la BCE.

Dans le même temps, il a été maintenu que le ralentissement de l'activité économique pourrait contribuer à générer les conditions nécessaires pour rétablir la stabilité des prix. Si l'on considère toujours que les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation prévalent, en raison principalement d'une sous-estimation des tensions sur les salaires et de nouveaux chocs d'offre, il a été avancé qu'un affaiblissement de l'économie contribuerait à atténuer les tensions inflationnistes. Cela permettrait de rapprocher les perspectives d'inflation de la cible à moyen terme de 2 % du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, il a été avancé qu'un resserrement excessif ne contribuerait pas à ramener l'inflation durablement à la cible de 2 % s'il conduisait par la suite à une

inflation inférieure à sa cible. Il a été rappelé que les effets des précédents relèvements de taux ne s'étaient pas encore totalement transmis à l'économie réelle. En outre, le Conseil des gouverneurs doit prendre en compte les « objectifs secondaires » qui lui sont confiés par le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et endiguer les effets secondaires inutiles sur la production et l'emploi lorsqu'il poursuit son mandat de maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Des inquiétudes ont été formulées quant au fait que, compte tenu du ralentissement actuel de l'activité économique, la transmission en cours des mesures passées de politique monétaire pourrait conduire à une décélération de l'activité économique plus prononcée que nécessaire pour atteindre la stabilité des prix.

Toutefois, compte tenu des perspectives d'inflation toujours élevées et de la détérioration des perspectives de croissance, des inquiétudes ont également été exprimées quant à la possibilité que l'économie entre dans une phase de stagflation, à la différence d'un scénario plus favorable d'atterrissage en douceur. Il a été souligné que le mandat du Conseil des gouverneurs était la stabilité des prix et que l'indépendance institutionnelle avait été accordée pour permettre aux banques centrales de se concentrer pleinement dessus. Au vu des incertitudes actuelles et des coûts importants nécessaires pour réduire l'inflation une fois qu'elle s'est enracinée, il a été avancé qu'il était préférable de resserrer davantage la politique monétaire plutôt que de ne pas la resserrer suffisamment. Avant de décider d'interrompre le cycle de resserrement, le Conseil des gouverneurs a besoin de signes plus clairs permettant de savoir si l'inflation convergera vers la cible une fois les effets des chocs récents dissipés. Enfin, les risques pesant sur l'inflation liés aux évolutions budgétaires ont été jugés persistants.

Les membres du Conseil ont également estimé que le niveau et la persistance de l'inflation sous-jacente représentaient une source de préoccupation, bien qu'il ait été reconnu que les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont été globalement stables au cours des derniers mois. Cette stabilité suggère que la dynamique s'inverse et que l'inflation pourrait être en voie de diminution. Il a été estimé que l'analyse réalisée par les services de la BCE, qui suggère que l'atténuation des chocs d'offre ne suffirait pas à elle seule à ramener l'inflation *core* à des valeurs proches de 2 %, ne constituait pas un élément rassurant. Dans l'ensemble, malgré les améliorations récentes, l'inflation sous-jacente pourrait demeurer élevée pendant une période prolongée, même si la croissance ralentit, à moins que de nouvelles mesures ne soient prises. En revanche, il a été avancé que le resserrement de la politique monétaire qui continue de se faire en amont, associé à des hausses de salaires modérées et au rôle d'amortisseur des marges bénéficiaires, devrait contribuer à faire reculer l'inflation *core*.

Enfin, s'agissant de l'évaluation de la transmission de la politique monétaire, les membres du Conseil sont convenus que de nombreux éléments montraient que le resserrement de la politique se transmettait fortement à des conditions de financement plus larges, y compris les taux débiteurs

appliqués par les banques et les flux de monnaie et de crédit. En outre, la transmission de la politique monétaire freine de plus en plus la demande, ce qui est considéré comme un élément important pour ramener l'inflation vers sa cible. Il a toutefois été estimé que, d'une part, le ralentissement de l'activité économique était moins important que ce que l'on pouvait attendre en réaction au resserrement substantiel de la politique monétaire au cours des derniers mois. D'autre part, les risques d'une transmission plus forte que prévu sont élevés, en particulier compte tenu de la forte hausse des taux débiteurs appliqués par les banques et de la faible croissance du crédit.

Il a été noté que le resserrement de la politique monétaire semblait affecter fortement les secteurs dont les besoins en financement sont élevés, tels que l'immobilier résidentiel, la construction, l'industrie automobile et les biens d'équipement. Dans ce contexte, la question s'est posée de savoir si la déconnexion entre l'industrie manufacturière et les services pouvait être attribuée à l'impact différent de la politique monétaire sur ces deux secteurs ; en effet, le secteur manufacturier devrait réagir plus fortement et plus rapidement que le secteur des services à un resserrement de la politique monétaire. On pourrait donc s'attendre à ce qu'une partie de la réponse du secteur des services se matérialise encore avec un décalage.

Toutefois, il a été jugé difficile de déterminer dans quelle mesure le ralentissement de la croissance était imputable au resserrement de la politique monétaire ou aux effets résiduels des chocs d'offre antérieurs. Cela s'explique par le fait que les évolutions économiques actuelles sont considérées comme étant encore influencées par les conséquences de la pandémie et par le choc sur les prix de l'énergie. En outre, il a été noté que, si la faiblesse de l'économie était encore due en partie à des chocs d'offre et non à la demande, l'impact du ralentissement de la croissance sur l'inflation serait moins marqué. S'il ne fait guère de doute que le « premier volet » de la transmission de la politique monétaire aux conditions financières se déroule bien, une meilleure compréhension du « deuxième volet » du processus de transmission des conditions financières à l'économie réelle est considérée comme essentielle.

Après analyse de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, les membres du Conseil sont convenus que resserrer l'orientation de politique monétaire en relevant à nouveau les taux d'intérêt était justifié. Compte tenu des perspectives d'inflation, qui sont demeurées globalement inchangées depuis la réunion de politique monétaire de juin, une hausse supplémentaire des taux d'intérêt en territoire restrictif a été jugée nécessaire pour ramener au plus tôt l'inflation à sa cible.

Dans ce contexte, il a été rappelé que le Conseil des gouverneurs communiquait depuis septembre 2022 sur son intention d'atteindre sa cible d'inflation au plus tôt et que, compte tenu de la sévérité des chocs d'offre, le Conseil des gouverneurs a reporté du dernier trimestre 2024 à 2025 la période à laquelle l'inflation devrait revenir à sa cible. Si avancer ce délai nécessiterait un ralentissement excessif de l'activité économique, il a été jugé important de ne pas étendre au-delà

de 2025 l'horizon auquel la cible doit être atteinte. Dans le même temps, il a été rappelé que de nouveaux chocs sur l'inflation pourraient survenir – résultant par exemple d'effets liés aux conditions météorologiques sur les prix des produits alimentaires – qui éloignent davantage l'inflation de sa cible.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, l'ensemble des membres du Conseil ont apporté leur soutien à la hausse de taux de 25 points de base proposée par M. Lane, alors qu'une préférence avait aussi été initialement exprimée pour ne pas relever les taux directeurs de la BCE compte tenu des risques d'une transmission plus forte qu'anticipée. L'accent a été mis sur l'avantage de maintenir une approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion dans un environnement incertain, les intervenants de marché accordant une attention particulière aux orientations fournies par le Conseil des gouverneurs concernant la trajectoire future des taux d'intérêt. En particulier, un large consensus a prévalu selon lequel, avant sa réunion de septembre, le Conseil des gouverneurs ne devait ni faire allusion à de nouvelles hausses de taux ni signaler qu'il ferait une pause dans le relèvement des taux ou que le taux maximum a été atteint. Il a été souligné que tout nouveau resserrement devait être évalué réunion par réunion, sur la base des données disponibles et d'une « approche fondée sur la gestion des risques » qui évalue soigneusement les risques pertinents.

D'une part, il a été avancé que les taux d'intérêt avaient encore du chemin à parcourir pour ramener l'inflation à sa cible, en particulier si l'inflation ne diminue pas aussi rapidement que prévu. Un nouveau relèvement des taux en septembre sera nécessaire si aucun élément convaincant n'indique que l'effet du resserrement cumulé est suffisamment fort pour faire baisser l'inflation sous-jacente de façon à ramener au plus tôt l'inflation totale à sa cible de 2 %. Dans ce contexte, il a été maintenu qu'il pourrait s'avérer difficile de ramener totalement l'inflation à sa cible depuis des niveaux modérés, mais durablement élevés. En particulier, il a été avancé que le processus de désinflation deviendrait plus difficile après que les effets directs des précédents chocs d'offre externes sur l'inflation se sont inversés et que les tensions d'origine interne sur les prix, plus persistantes, commencent à prédominer. Cela souligne la nécessité de nouvelles actions pour montrer que le Conseil des gouverneurs sera au moins aussi tenace et persévérant que les tensions inflationnistes ne se sont révélées être persistantes.

D'autre part, il a été avancé qu'il était assez probable que les projections de septembre établies par les services de la BCE révisent la trajectoire de l'inflation suffisamment à la baisse vers 2 %, sans qu'une nouvelle hausse des taux d'intérêt en septembre ne soit nécessaire. Toutefois, une certaine prudence a également été exprimée quant au fait d'accorder trop d'importance à la réunion et aux projections de septembre, avec de solides arguments en faveur de l'adoption d'une approche fondée sur la gestion des risques pour les prochaines réunions compte tenu des incertitudes actuelles.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les membres du Conseil ont largement souscrit à la proposition de M. Lane de fixer la rémunération des réserves obligatoires à 0 %, tout en maintenant le taux de réserves obligatoires à 1 %. Les membres du Conseil sont largement convenus que cette décision permettra d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire en réduisant le montant global d'intérêts devant être payés sur les réserves pour mettre en œuvre l'orientation appropriée. Cette décision permettra également de maintenir le degré actuel de contrôle sur l'orientation de la politique monétaire et de garantir la transmission intégrale des décisions en matière de taux d'intérêt aux marchés monétaires. Fixer la rémunération des réserves obligatoires à 0 % a été considéré comme une réponse proportionnée à certains des effets secondaires découlant du resserrement rapide de la politique monétaire dans un environnement d'excédent de liquidité élevé.

Il a été rappelé que, lorsque les taux d'intérêt se situaient à leur plancher effectif, le Conseil des gouverneurs avait introduit un système à deux paliers pour la rémunération des réserves afin de lutter contre les effets secondaires négatifs sur la capacité de transmission des banques. Une réduction de la rémunération des réserves obligatoires pourrait donc être considérée comme une annulation du système à deux paliers. Il a été avancé qu'une telle réduction était également nécessaire parce qu'après une période d'achats d'actifs, le resserrement de la politique monétaire consiste d'abord à augmenter les taux d'intérêt puis à réduire la taille du bilan progressivement seulement au fil du temps. Cette décision tient également compte des risques pour les marchés financiers que pourrait entraîner une cession trop rapide des actifs.

Il a également été rappelé qu'en octobre 2022, le Conseil des gouverneurs avait décidé de réduire la rémunération des réserves obligatoires, en la faisant passer du taux des opérations principales de refinancement (MRO) à celui de la facilité de dépôt. Ce changement a aligné plus étroitement la rémunération des réserves obligatoires sur les taux à court terme du marché monétaire. Depuis lors, l'aspect efficacité a toutefois gagné en pertinence, en ligne avec le niveau plus élevé des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Il a également été précisé que cette décision ne préjugait pas du résultat de l'examen en cours du cadre opérationnel de la BCE.

Dans le même temps, certains membres du Conseil ont exprimé des réserves à l'égard d'une modification de la rémunération des réserves obligatoires. Il a été avancé qu'une rémunération des réserves obligatoires à 0 %, inférieure aux taux de marché correspondants, pourrait renforcer l'effet de resserrement des mesures de politique monétaire. Il a également été souligné que des modifications de la rémunération des réserves obligatoires pourraient soulever des questions quant aux objectifs de la fonction de réaction de l'Eurosystème liés aux bénéfices et aux pertes de la banque centrale, ainsi que des préoccupations relatives à l'indépendance financière.

D'autres membres, en revanche, considèrent le taux de réserves obligatoires comme un instrument de politique monétaire pouvant être utilisé pour soutenir ou compléter l'orientation restrictive souhaitée

de la politique monétaire. Ces membres préfèrent porter le taux de réserves obligatoires à 2 %, notant également qu'avant 2011, un taux de réserves obligatoires de 2 % était la règle. Il a été avancé que le Conseil des gouverneurs disposait là de bons arguments pour franchir une nouvelle étape dans la normalisation de ses instruments de politique monétaire, par exemple en annulant la réduction précédente à 1 %, décidée en décembre 2011 dans le cadre d'un ensemble de mesures non conventionnelles visant à soutenir le canal du crédit bancaire et à libérer de la liquidité et des garanties lorsque la transmission monétaire était clairement soumise à des tensions. Il a également été rappelé que les banques avaient bénéficié de conditions de refinancement extraordinairement favorables, en particulier dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme (TLTRO), pendant une période prolongée.

Toutefois, il a également été rappelé qu'avant 2011, les réserves obligatoires étaient rémunérées au taux des opérations principales de refinancement. En outre, il a été mentionné que la logique même des réserves obligatoires était désormais moins claire, compte tenu des réglementations prudentielles en matière de liquidité pour les banques, qui avaient été introduites en réponse à la crise financière mondiale. Dans l'ensemble, l'attention a été attirée sur l'utilisation du taux de réserves obligatoires comme instrument actif pour ajuster l'orientation de la politique monétaire.

En ayant à l'esprit toutes ces considérations, les membres du Conseil ont exprimé leur volonté de s'associer à un large consensus en faveur de la mesure proposée par M. Lane.

S'agissant de la communication, il a été considéré que la fonction de réaction de la BCE semblait avoir été bien comprise par les intervenants de marché. En ligne avec l'approche du Conseil des gouverneurs s'appuyant sur les données, la communication doit éviter de donner un signal d'excès de confiance aux intervenants des marchés financiers et au public du fait de la baisse de l'inflation totale et du ralentissement de la croissance, car cela assouplirait les conditions financières et de financement et irait ainsi à l'encontre de l'intention du Conseil des gouverneurs de ramener l'inflation à sa cible au plus tôt. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que le Conseil des gouverneurs ferait en sorte que les taux d'intérêt directeurs de la BCE soient « *fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire* », pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation à sa cible de 2 % à moyen terme. Il a été estimé que le terme « fixé » était cohérent avec la volonté de préserver l'optionalité qui, toutefois, n'incluait pas la possibilité d'une baisse des taux lors de la réunion de septembre. Enfin, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé son souhait que la politique budgétaire soit conçue de manière à rendre l'économie plus productive et à réduire progressivement le niveau élevé de la dette publique.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées plus en détail dans les communiqués de presse de politique monétaire s'y rapportant. Les membres du

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

Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 27 juillet 2023](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

[La BCE ajuste la rémunération des réserves obligatoires](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 26 et 27 juillet 2023

Membres

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Scicluna
- M. Šimkus
- M. Stournaras
- M. Välimäki, qui remplace temporairement M. Rehn*
- M. Vasle *
- M. Villeroy de Galhau
- M. Visco*
- M. Vujčić
- M. Wunsch

(*) Membres ne disposant pas de droit de vote en juillet 2023 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 Bénassy-Quéré
- M. Bitans
- Mme Buch
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Lünemann

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Madouros
- M. Martin
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Pösö
- M. Rutkaste remplaçant de M. Kazāks
- M. Šiaudinis
- M. Šošić
- M. Steiner
- M. Tavlās
- 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 jeudi 12 octobre 2023.