



Réunion des 25 et 26 octobre 2023

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Athènes le mercredi 25 et le jeudi 26 octobre 2023

23 novembre 2023

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a commencé sa présentation en indiquant que la réaction immédiate des marchés aux graves bouleversements géopolitiques au Moyen-Orient après les attentats terroristes contre Israël le 7 octobre 2023 a jusqu'à présent été contenue. Soutenue par la croissance économique toujours robuste aux États-Unis, la hausse des rendements obligataires à long terme mondiaux qui a commencé au cours de l'été s'est poursuivie ces dernières semaines, les investisseurs internalisant de plus en plus les perspectives de taux d'intérêt demeurant élevés plus longtemps. Dans le même temps, les anticipations relatives à la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme sont restées globalement inchangées.

Les rendements des obligations souveraines à long terme ont augmenté au niveau mondial. Les rendements des deux côtés de l'Atlantique se rapprochent désormais des niveaux observés de 2005 à 2007, pendant le dernier cycle de resserrement de la politique monétaire. L'écart entre les taux d'intérêt à dix ans des États-Unis et de la zone euro est revenu aux niveaux observés quand la BCE a commencé à relever ses taux directeurs en juillet 2022. En données agrégées, la récente hausse des rendements des obligations souveraines dans la zone euro a principalement résulté d'une augmentation des taux sans risque. Toutefois, la hausse des rendements n'a pas été uniforme entre les différents pays de la zone euro. Des facteurs idiosyncratiques ont probablement contribué à ces évolutions et il n'y a aucun signe de fragmentation des marchés.

La question s'est posée de savoir pourquoi les taux sans risque à long terme avaient si fortement augmenté à un moment où la plupart des banques centrales se rapprochaient de la fin du cycle de resserrement. Une décomposition de la hausse entre les taux réels et la composante inflation montre que la hausse du taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans observée depuis début septembre 2023 reflète intégralement une augmentation des taux d'intérêt réels. De plus, un changement important a pu être observé pour la prime de terme, qui a augmenté d'environ 25 points de base depuis début septembre. L'analyse réalisée par les services de la BCE suggère que la réévaluation des primes de terme a probablement émané en grande partie des États-Unis en raison d'effets de contagion liés à la politique monétaire et aux évolutions macroéconomiques.

Si l'on examine l'évolution des primes de terme à dix ans pour les États-Unis et la zone euro depuis le dernier cycle de resserrement, qui a débuté en 2005, la prime de risque américaine est restée exceptionnellement comprimée. D'un point de vue historique, ce résultat est exceptionnel pour des périodes où les taux d'intérêt s'établissent au-dessus de leur plancher effectif. Dans la zone euro, la prime de terme s'est inscrite en hausse continue et persistante pendant plus d'un an. Cette augmentation de la compensation du risque a été largement anticipée, avec l'accentuation de l'incertitude relative à l'inflation et aux perspectives de la politique monétaire. Toutefois, dans la zone euro aussi la prime de terme reste visiblement inférieure aux niveaux observés au cours du précédent cycle de resserrement.

Le calendrier de la hausse de la prime de terme mondiale peut s'expliquer par la simultanéité de trois facteurs globaux. Le premier facteur est que de nombreux investisseurs sont devenus convaincus plus tôt dans l'année qu'une récession mondiale était imminente et que les banques centrales du monde entier devraient réduire nettement leurs taux d'intérêt en 2024. Les anticipations en matière de politique monétaire ont toutefois évolué fortement depuis lors. Les investisseurs prévoient actuellement des baisses de taux cumulées d'environ 60 à 70 points de base en 2024 dans la zone euro, contre 100 points de base en mai. Dans la dernière enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), les anticipations médianes pour le calendrier de la première réduction de 25 points de base ont été repoussées à septembre 2024, contre juin 2024 précédemment. À présent, les investisseurs semblent moins certains que le combat contre l'inflation puisse être rapidement gagné. L'inflation est un phénomène mondial qui touche de nombreuses économies avancées. Elle accroît l'incertitude sur l'ensemble de la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme, entraînant une hausse de la prime à terme.

Le deuxième facteur qui a probablement contribué à la soudaine hausse de la prime à terme est lié aux évolutions de l'offre et de la demande de bons du Trésor américain. Par comparaison, on s'attendait généralement à ce que les émissions nettes dans la zone euro soient moins élevées en 2024 qu'en 2023. Cela s'est produit alors que les probabilités d'un pivotement de la politique monétaire au Japon augmentaient. Les marchés intégraient alors dans leurs prix une sortie des taux

négatifs par la Banque du Japon en avril 2024, avec un autre ajustement potentiel de son cadre de contrôle de la courbe des rendements dès octobre 2023.

Le troisième facteur qui a potentiellement renforcé la hausse de la prime de terme mondiale est le positionnement des investisseurs sur le marché des bons du Trésor américain.

Dans la zone euro, les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché illustrées par le taux des *swaps* indexés à cinq ans dans cinq ans ont finalement commencé à baisser par rapport à leurs pics conjoncturels, bien que restant volatiles et nettement supérieures à 2 %. Les mesures de la compensation de l'inflation ont baissé tout au long de la courbe, la majeure partie de la variation pour les échéances plus longues reflétant une baisse de la prime de risque sur l'inflation.

La diminution de la compensation de l'inflation a été particulièrement notable dans l'environnement actuel, le conflit au Moyen-Orient impliquant une orientation à la hausse des risques pesant sur les prix de l'énergie. En données agrégées, les prix des contrats à terme sur le gaz et les prix du pétrole se sont établis à un niveau sensiblement plus élevé qu'il y a quelques mois.

Le fait que les mesures de la compensation de l'inflation aient baissé dans ce contexte suggère que le resserrement résultant du relèvement des taux d'intérêt de la BCE en septembre 2023, conjugué à une hausse des taux réels liée aux effets de contagion mondiaux a renforcé la confiance que placent les marchés dans l'engagement du Conseil des gouverneurs de ramener rapidement l'inflation à sa cible de 2 %.

La vitesse et l'ampleur de la hausse des taux réels, ainsi que le conflit au Moyen-Orient, ont également affecté les actifs risqués en pesant sur le sentiment à l'égard du risque. La volatilité des marchés d'actions s'est nettement accrue, même si elle reste bien inférieure aux niveaux observés après l'invasion de l'Ukraine par la Russie. La valorisation des marchés d'actions mondiaux a fortement baissé ces dernières semaines. Cela étant, les valorisations dans la zone euro sont restées supérieures aux niveaux observés avant le début du cycle de resserrement de la politique monétaire. L'une des raisons en est la résistance de la prime de risque sur actions. Même si le sentiment économique s'est nettement détérioré, la prime de risque est restée constante. Un phénomène comparable a été observé sur le marché des obligations d'entreprise. Ces écarts marqués par rapport aux régularités observées par le passé suggèrent que le canal de transmission de la politique monétaire lié à la prise de risque pourrait fonctionner différemment lors d'une hausse et lors d'une baisse des taux d'intérêt.

Néanmoins, il existe des différences entre les catégories de notation. Les écarts de crédit pour les émetteurs bien notés sont largement insensibles à la hausse des rendements. En revanche, les écarts pour les émetteurs à haut rendement plus risqués se sont élargis de façon plus notable ces dernières

semaines, restant toutefois plus proches des points bas enregistrés au cours du cycle conjoncturel que des points hauts.

La vitesse de la déroute du marché obligataire a également fortement marqué les marchés des changes. Depuis mi-juillet, l'euro a baissé de près de 6 % par rapport au dollar. Cela vient contrarier les efforts que fournit l'Eurosystème afin de réduire rapidement l'inflation. L'appréciation du dollar pendant cette période a été généralisée. Par conséquent, du point de vue des taux de change, les rendements réels aux États-Unis ont sans doute été vus comme un signe de solidité par les investisseurs, la croissance résistant mieux que prévu.

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. En commençant par l'économie mondiale, M. Lane a souligné que la dynamique de la croissance mondiale continuait de se ralentir. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale a reculé pour le quatrième mois de suite en septembre, la détérioration du secteur des services convergeant vers les chiffres du secteur manufacturier, qui font état d'une contraction. En Chine, le secteur de l'immobilier a continué de freiner la croissance, mais les chiffres du PIB pour le troisième trimestre de l'année suggèrent que l'économie pourrait être en train de se reprendre. En revanche, même si l'économie américaine est restée solide au troisième trimestre, elle montre actuellement des signes clairs de ralentissement. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 septembre, l'euro s'est déprécié à la fois vis-à-vis du dollar américain et en termes effectifs nominaux. Son appréciation antérieure continue d'affecter les échanges commerciaux dans la zone euro.

L'escalade du conflit entre Israël et le Hamas a accru l'incertitude et fait peser des risques à la hausse sur les prix du pétrole et du gaz à court terme. Pour l'instant, toutefois, l'impact sur les prix des contrats à terme à plus long terme a été limité. Les prix du pétrole étaient plus élevés qu'au moment de la réunion de septembre et qu'à la date d'arrêt des données pour les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE pour la zone euro. Toutefois, la pente négative de la courbe actuelle des contrats à terme sur le pétrole est plus accentuée que dans les projections. M. Lane a également rappelé que, après une période de niveaux élevés, les marges de raffinage (*crack spreads*, soit la différence entre le prix du pétrole brut et celui des produits raffinés comme l'essence et le diesel) ont baissé de 36 % depuis la réunion de septembre, les marges de raffinage de l'essence ayant même diminué de 90 %. S'agissant des prix totaux de l'énergie pour les consommateurs, il est important de suivre les prix du pétrole raffiné et du pétrole brut. Le marché du

gaz reste quant à lui confronté à de nombreux risques en matière d'approvisionnement. Les prix du gaz sont demeurés inférieurs à leur niveau à la date d'arrêté des projections de septembre, tout en étant supérieurs à leur niveau au moment de la précédente réunion de politique monétaire.

Concernant les autres matières premières, la tendance globale reste celle d'une baisse des prix des métaux et des produits alimentaires, qui pourrait être liée au ralentissement de l'économie mondiale.

L'économie de la zone euro est restée atone au troisième trimestre. L'indicateur composite du climat économique de la Commission européenne et l'indicateur des directeurs d'achat indiquent une baisse de la confiance des consommateurs et de l'activité des entreprises. La production manufacturière a continué de reculer en octobre, selon l'estimation rapide, en raison d'une baisse des stocks, d'une diminution des commandes et d'un durcissement des conditions de financement. L'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises se sont contractés, la demande s'étant affaiblie en réponse à une hausse des coûts d'emprunt. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a en fait déjà commencé à baisser au deuxième trimestre 2022, avec un rebond début 2023 sous l'effet de l'impact positif d'un hiver doux. L'indice composite des directeurs d'achat et les indicateurs prospectifs de la Commission européenne ont fait état d'un nouveau recul de l'investissement dans l'immobilier résidentiel au quatrième trimestre 2023. Il est évident que le secteur de la construction explique une large part de la faiblesse de l'activité totale.

Contrairement à l'investissement dans l'immobilier résidentiel, l'investissement des entreprises s'est maintenu pendant une période prolongée, à la faveur du rattrapage de leurs retards par les entreprises. Au deuxième trimestre 2023, l'investissement des entreprises n'a que légèrement augmenté et les nouvelles commandes ont indiqué une contraction au second semestre de l'année. Les perspectives d'investissement auraient été nettement plus mauvaises sans le soutien du programme *Next Generation EU*.

Même si la demande de services à forte intensité de contacts reste supérieure aux niveaux d'avant la pandémie et si l'activité dans le secteur du tourisme continue d'être un soutien, le secteur des services s'essouffle. Cela est dû au fait que la baisse de l'activité industrielle a commencé à se répercuter sur les services orientés vers les entreprises, l'élan résultant des effets de la réouverture se dissipant et l'impact de la hausse des taux d'intérêt se généralisant à travers les secteurs. L'indice des directeurs d'achat a poursuivi son recul en octobre, d'après l'estimation rapide, et indique une contraction depuis août.

On s'attendait à ce que la consommation privée reste faible au troisième trimestre. À plus long terme, même si l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance des consommateurs s'est amélioré jusqu'au printemps 2023, il a recommencé à se détériorer au cours des mois d'été et est demeuré nettement inférieur à sa moyenne historique.

En ce qui concerne les échanges commerciaux, les perspectives pour les exportations se sont affaiblies. Les données tirées d'enquêtes pour septembre 2023 montrent que les nouvelles commandes à l'exportation pour les biens et les services poursuivent leur contraction, indiquant que l'atonie mondiale continue de peser sur les exportations de la zone euro. De plus, les entreprises ont rattrapé leurs retards, suggérant que le soutien provenant de ce facteur se dissipe. Un autre facteur clef freinant la demande de biens en provenance de la zone euro tient à la perte de compétitivité résultant du niveau durablement élevé des prix de l'énergie et de l'appréciation passée de l'euro.

Le marché du travail demeure résistant, le taux de chômage étant ressorti à un niveau historiquement faible de 6,4 % en août. La dynamique a toutefois commencé à s'atténuer, l'économie restant atone. Les prévisions d'emploi ont encore reculé en octobre pour le secteur des services et le secteur manufacturier, d'après l'estimation rapide de l'indice des directeurs d'achat, les prévisions d'emploi dans le secteur manufacturier ressortant à leur plus bas niveau depuis août 2020. La population active a encore augmenté au deuxième trimestre et atteint désormais un niveau supérieur de 2,3 % à celui d'avant la pandémie, mais la création d'emploi est en baisse.

S'agissant de la politique budgétaire, les projets de plans budgétaires pour 2024 indiquent une forte baisse des mesures de soutien, ce qui implique une orientation budgétaire restrictive. Toutefois, cette orientation restrictive ne reflète pas des mesures d'austérité, mais la réduction progressive des subventions à l'énergie.

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale pèserait également sur la croissance. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique provoqué par les attaques terroristes en Israël constituent des sources importantes de risques géopolitiques. Cela pourrait conduire les entreprises et les ménages à se montrer moins confiants concernant la capacité de résistance de l'économie mondiale et plus incertains quant à l'avenir, et freiner davantage la croissance. À l'inverse, la croissance pourrait être plus soutenue qu'anticipé si la solidité persistante du marché du travail et la hausse des revenus réels stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises, ou si l'économie mondiale croît plus fortement qu'escompté.

L'inflation totale a fortement reculé en septembre, ressortant à 4,3 %, en ligne avec les projections de septembre. Elle devrait également continuer de baisser à court terme, avant une hausse mécanique temporaire vers le tournant de l'année. La baisse enregistrée en septembre a été visible sur l'ensemble des principales composantes, confirmant le processus désinflationniste général en cours. Les prix de l'énergie ont diminué de 4,6 % en raison d'effets de base négatifs et la hausse des prix alimentaires, même si elle est toujours élevée, est revenue à 8,8 %.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCHX) a également fortement baissé en septembre, ressortant à 4,5 %. Cela représente 0,2 point de pourcentage de moins que prévu dans les projections de septembre. Ce recul a été encouragé par l'amélioration des conditions de l'offre, la répercussion des précédentes baisses des prix de l'énergie, les effets du resserrement de la politique monétaire sur la demande et le pouvoir de fixation des prix des entreprises. L'augmentation des prix des produits manufacturés hors énergie est revenue à 4,1 % en septembre, la dynamique mensuelle revenant à des moyennes historiques. La hausse des prix des services s'est ralentie pour le deuxième mois consécutif en septembre, s'établissant à 4,7 %. Cette évolution résulte en partie de l'interruption du ticket de transport public temporaire à 9 euros en Allemagne l'année dernière et de la réduction de l'impact des modifications des pondérations de l'IPCH. Toutefois, cela peut également refléter un certain ralentissement de l'activité dans les secteurs des voyages et du tourisme avec la dissipation des effets de la réouverture post-pandémie.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente continuent de baisser. Les mesures corrigées des chocs sur l'énergie et sur l'offre ont largement confirmé leur trajectoire baissière en août. La mesure de l'inflation sous-jacente par la composante commune et persistante de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*), un bon outil de prévision des évolutions de l'inflation dans le passé, est désormais proche de 2 %. Dans le même temps, l'inflation domestique est demeurée persistante et a oscillé autour de 5,5 % jusqu'en août, avant de se modérer, revenant à 5,2 % en septembre. Le niveau encore élevé de cet indicateur souligne l'importance de la pression continue sur les salaires pour l'inflation sous-jacente.

Concernant les dernières évolutions des salaires, la croissance des salaires négociés est restée robuste au troisième trimestre. Toutefois, l'outil de suivi des salaires d'Indeed, qui capture la croissance des salaires pour les nouveaux embauchés, a continué d'afficher des éléments suggérant une baisse des pressions salariales. Les contacts dans le secteur des entreprises font état d'une forte croissance des salaires, même si les participants à l'enquête téléphonique auprès des entreprises prévoient une modération l'année prochaine. Globalement, les indicateurs disponibles continuent de suggérer que les prévisions relatives aux salaires figurant dans les projections de septembre sont sur la bonne voie. Les évolutions des salaires nécessiteront un suivi continu ces prochains mois, car la plupart des négociations salariales n'auront lieu que début 2024. L'enquête téléphonique auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*) suggère également que les marges bénéficiaires ont été réduites en 2023 et se contracteront à nouveau en 2024. Ce résultat est en ligne avec la baisse attendue des marges bénéficiaires au cours des prochains trimestres intégrée aux projections de septembre.

Les anticipations d'inflation déclarées dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*) sont restées globalement inchangées en octobre.

La distribution est demeurée essentiellement concentrée autour de 2 %. L'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) a montré que les consommateurs n'avaient pas encore ajusté à la baisse leur perception de l'inflation passée. Cela pourrait suggérer que la volonté de réviser l'inflation perçue à la baisse n'est pas aussi sensible aux évolutions effectives de l'inflation que la volonté de la réviser à la hausse. Les anticipations d'inflation des consommateurs ont augmenté en septembre, en particulier pour l'horizon à un an. Même si ces évolutions sont en ligne avec celles observées dans des pays en dehors de la zone euro, tels que les États-Unis, la Suède et le Royaume-Uni, et semblent liées à la hausse récente des prix de l'énergie, elles nécessitent un suivi attentif.

Deux sortes de risques continuent de peser sur l'inflation. D'une part, les risques à la hausse pesant sur l'inflation pourraient résulter d'une augmentation des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. L'exacerbation des tensions géopolitiques pourrait pousser les prix de l'énergie à la hausse à court terme, tout en accentuant l'incertitude qui entoure les perspectives à moyen terme. Des conditions météorologiques extrêmes, et l'évolution de la crise climatique plus généralement, pourraient entraîner des augmentations des prix des produits alimentaires supérieures aux anticipations. En outre, une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourrait aussi alimenter une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. D'autre part, une contraction de la demande, sous l'effet par exemple d'une transmission plus forte de la politique monétaire ou d'une dégradation de l'environnement économique dans le reste du monde dans un contexte de risques géopolitiques accrus, atténuerait les tensions sur les prix, en particulier à moyen terme.

S'agissant des évolutions monétaires et financières, les taux sans risque à court terme sont restés stables depuis la réunion de politique monétaire de septembre. Les taux à long terme ont toutefois nettement augmenté, entraînant un durcissement supplémentaire des conditions de financement. La transmission des mesures de politique monétaire de la BCE aux conditions de financement est restée exceptionnellement forte, ce qui affecte de plus en plus l'économie dans son ensemble et freine la demande, contribuant ainsi au ralentissement de l'inflation. La hausse des taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises et aux ménages pour l'achat d'un logement (à 5,0 % et 3,9 % respectivement en août) est restée supérieure à celle observée lors des cycles de relèvement précédents, et ces coûts ont atteint leurs niveaux les plus élevés depuis plus de dix ans.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (*Bank Lending Survey*), les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages ont encore été durcis au troisième trimestre, les banques s'inquiétant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés et étant moins disposées à les assumer. La dynamique du crédit s'est encore ralentie. Le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises a fortement diminué, revenant de 2,2 % en juillet à 0,7 % en août et 0,2 % en septembre, lorsqu'un flux mensuel net positif n'a que légèrement

compensé la sortie importante enregistrée en août. La croissance des prêts aux ménages est demeurée modérée, revenant de 1,3 % en juillet à 1,0 % en août et à 0,8 % en septembre. Le taux de croissance annuel de M3 – l'agrégat monétaire large – est resté négatif en septembre, malgré une entrée mensuelle considérable en provenance à la fois du reste du monde et d'une inversion partielle des importants remboursements nets de prêts aux entreprises en août. Avec une croissance positive du PIB nominal en 2023, la croissance légèrement négative de M3 sur une base annuelle implique que la croissance monétaire réelle est fortement négative. La croissance de M1 – billets et pièces en circulation et dépôts à vue – a légèrement augmenté, mais est restée très négative. Les entreprises et les ménages ont continué de déplacer des fonds des dépôts à vue vers les dépôts à terme – bien que dans une moindre mesure au cours des derniers mois – reflétant les taux attractifs appliqués à ces derniers. Cela continue d'expliquer les taux de contraction sans précédent de M1.

Dans l'ensemble, la transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux d'intérêt débiteurs et aux volumes de prêts a été forte au regard des évolutions passées, même en tenant compte de la trajectoire pentue des taux directeurs de la BCE récemment observée.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base des trois éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, M. Lane a proposé de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels. Les informations disponibles ont globalement confirmé l'évaluation précédente par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation à moyen terme. L'inflation devrait toujours rester trop forte pendant une trop longue période, et des tensions importantes subsistent sur les prix intérieurs. Dans le même temps, l'inflation s'est inscrite en net recul en septembre et la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de se tasser. La transmission des précédentes hausses des taux décidées par le Conseil des gouverneurs aux conditions de financement est demeurée vigoureuse. Ceci freine de plus en plus la demande et contribue ainsi au ralentissement de l'inflation.

Le maintien des taux directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels confirmerait l'évaluation de septembre par le Conseil des gouverneurs selon laquelle les taux se situent à des niveaux qui, s'ils sont maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation vers la cible. Cette évaluation a été corroborée par plusieurs simulations fondées sur des modèles suggérant que, si le cycle de resserrement a eu jusqu'à présent un impact baissier important sur l'inflation et la croissance du PIB, le nouveau resserrement de l'orientation actuelle de la politique monétaire, qui ne s'est pas encore matérialisé, pèserait davantage sur l'inflation au fil du temps. Lors de sa réunion de politique monétaire de décembre, le Conseil des gouverneurs disposera de nouvelles données sur la croissance du PIB pour le troisième trimestre, des chiffres de l'inflation d'octobre et de novembre, de données monétaires récentes et d'un nouvel exercice de projections.

Les futures décisions du Conseil des gouverneurs devraient garantir que les taux directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Le Conseil des gouverneurs devrait maintenir une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, ses décisions relatives aux taux directeurs devraient rester fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des nouvelles données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Enfin, le maintien de la possibilité de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) en vue de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire reste justifié.

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

Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle, même si les dernières données relatives aux échanges commerciaux étaient plus favorables que prévu, les perspectives à court terme des échanges commerciaux se sont détériorées par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE. La question a été posée de savoir dans quelle mesure cette évolution restait compatible avec les anticipations selon lesquelles la demande d'exportations adressée à la zone euro se redresserait et serait un moteur du renforcement de l'économie au cours de la période à venir. Toutefois, il a également été souligné que la croissance en Chine et aux États-Unis s'est avérée meilleure que prévu, ce qui indique une amélioration de l'environnement international.

S'agissant des marchés des matières premières, il a été avancé que les années 1970 ne constituaient pas une référence satisfaisante pour évaluer l'impact des dernières envolées des prix du pétrole, la substitution d'énergie étant plus facile aujourd'hui que dans le passé. En outre, les prix de gros du gaz, principalement à l'origine des niveaux élevés de la hausse des prix de l'énergie récemment observés, sont restés très inférieurs à leurs points hauts précédents. Dans le même temps, des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que les évolutions au Moyen-Orient pourraient entraîner des chocs d'offre liés à l'énergie qui, comme dans les années 1970, auraient des conséquences négatives sur la croissance et l'inflation au niveau mondial.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil se sont généralement accordés avec M. Lane sur le fait que l'économie est restée atone et que les perspectives se détérioraient. La faible demande extérieure et les conditions de financement plus strictes ont de plus en plus pesé sur l'investissement et la consommation privée. Des informations récentes suggèrent que la production manufacturière a continué de baisser et que le secteur des services s'affaiblit également. Plusieurs facteurs ont été à l'œuvre : l'activité industrielle modérée s'est répercutée sur d'autres secteurs, l'impulsion donnée par les effets de la réouverture post-pandémique s'est atténuée et l'impact de la hausse des taux d'intérêt s'est généralisé à l'ensemble des secteurs. L'économie devrait rester faible jusqu'à fin 2023. Néanmoins, avec la poursuite du ralentissement de l'inflation, le redressement du revenu réel des ménages et la reprise de la demande d'exportations adressée à la zone euro, elle devrait se renforcer au cours des prochaines années.

Il a été largement souligné que les perspectives de l'économie mondiale et de la zone euro étaient entourées d'une grande incertitude. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont noté que la détérioration des perspectives de croissance économique depuis la réunion de politique monétaire de septembre impliquait une matérialisation des risques à la baisse qui avaient déjà été identifiés lors de cette réunion. Les outils de prévision en temps réel ont indiqué une croissance plus faible aux troisième et quatrième trimestres 2023 que ce qui était attendu dans les projections de septembre établies par les services de la BCE, et suggèrent même qu'il y aurait une récession technique. Il a été suggéré qu'une faiblesse persistante au quatrième trimestre accentuerait les inquiétudes quant à savoir si l'activité se redresserait réellement progressivement au cours de ce trimestre, comme anticipé précédemment, ou si la faiblesse pourrait persister sur une bonne partie de l'année 2024. Dans le même temps, il a été avancé que, si les indices des directeurs d'achat indiquaient toujours une contraction plus forte, ils pourraient avoir perdu une partie de leur pouvoir prédictif. En outre, les informations les plus récentes ont indiqué une stagnation de l'activité plutôt qu'une récession marquée.

Des inquiétudes ont donc été exprimées quant au fait que les perspectives à court terme moins favorables, associées à une légère détérioration de la demande extérieure et à un nouveau durcissement des conditions de financement, pourraient également impliquer une croissance plus faible que prévu en 2024 et 2025. Plus fondamentalement, la question a été soulevée de savoir d'où viendrait l'amélioration de l'activité économique prévue dans les projections de septembre dans la mesure où la croissance se ralentissait actuellement pour toutes les composantes de la demande – à savoir la consommation, l'investissement et les exportations – et alors même que les conditions budgétaires et monétaires se resserraient. Dans le même temps, il a été avancé que même une légère détérioration des perspectives de croissance restait compatible avec le narratif « d'atterrissage en douceur » contenu dans les projections de septembre établies par les services de la BCE, si l'inflation continuait de baisser et si les revenus réels se redressaient. La croissance plus faible qui a

été observée reflète également en partie la transmission réussie du resserrement de la politique monétaire. Cette transmission est bien avancée et son impact semble maintenant proche de son pic. Les perspectives à court terme moins favorables ne font donc pas obstacle à la reprise progressive en 2024 et 2025 prévue dans les projections établies par les services de la BCE.

Un scénario d'atterrissage en douceur a été considéré comme étant soutenu par la solidité des bilans des ménages. Les données disponibles indiquent que l'épargne plus élevée au deuxième trimestre de cette année reflétait, dans une large mesure, des remboursements de prêts plutôt qu'une augmentation de la détention de liquidités. Si cela suggère que les ménages ne commenceront pas à consommer davantage dans l'immédiat, l'amélioration des bilans a été favorable à la stabilité financière et a renforcé la situation des ménages à plus long terme.

En ce qui concerne l'emploi, il a été noté que la vigueur du marché du travail avait soutenu l'activité économique jusqu'à présent. Les membres du Conseil ont souligné différents aspects des données les plus récentes. D'une part, ils ont noté que le marché du travail apparaissait toujours tendu et était une fois encore plus vigoureux que prévu, avec un taux de chômage historiquement bas.

Les entreprises qui conservent leur personnel ont constitué un élément essentiel du narratif selon lequel la croissance se redresserait en raison de dépenses plus élevées. En outre, même une hausse limitée du chômage resterait compatible avec un scénario d'atterrissage en douceur. D'autre part, il a été souligné que les signes d'affaiblissement du marché du travail constituaient un changement important par rapport aux évaluations précédentes. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que la vigueur du marché du travail s'expliquait en partie par le maintien de sureffectifs et qu'elle était donc fragile. Il a été avancé que les marchés du travail en Europe étaient aujourd'hui beaucoup plus exposés aux aléas des chocs externes et que les ajustements, lorsqu'ils se produiraient, seraient plus importants qu'auparavant. Si la faiblesse de la demande extérieure persistait, elle pourrait se transmettre plus brutalement au marché du travail et impliquerait donc des risques à la baisse pour la croissance. Dans ce contexte, il a également été noté que la productivité et le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée ne s'étaient pas encore totalement remis de la pandémie, et qu'il n'était pas certain que l'économie pourrait retrouver une nouvelle normalité dans laquelle ces deux indicateurs seraient simplement inférieurs sur une base structurelle. Cela a également une incidence sur les perspectives d'inflation à moyen terme.

S'agissant des politiques budgétaires, les membres du Conseil ont réaffirmé qu'à mesure que la crise énergétique s'estompait, les pouvoirs publics devraient continuer de lever rapidement les mesures de soutien correspondantes. Cela est essentiel pour éviter d'accentuer les pressions inflationnistes à moyen terme, qui exigeraient, sinon, une politique monétaire encore plus stricte. Les politiques budgétaires devraient être définies de manière à améliorer la productivité de l'économie et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Des réformes structurelles et des

investissements visant à renforcer la capacité d'offre de la zone euro – que soutiendrait la mise en œuvre intégrale du programme *Next Generation EU* – pourraient contribuer à atténuer les pressions sur les prix à moyen terme, tout en encourageant les transitions écologique et numérique. En ce sens, la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE devrait être conclue avant la fin de l'année, et les progrès vers l'union des marchés des capitaux et l'achèvement de l'union bancaire devraient être accélérés.

Les membres du Conseil ont noté que les projets de plans budgétaires des États membres sont restés globalement en ligne avec l'hypothèse d'une orientation budgétaire légèrement plus restrictive en 2024 qu'en 2023 pour la zone euro dans son ensemble, comme incorporé dans les projections de septembre établies par les services de la BCE. Cependant, une analyse plus approfondie de l'incidence du cycle économique et du ralentissement économique actuel sur le solde budgétaire global et le solde corrigé du cycle a été jugée nécessaire. Une autre question concerne la soutenabilité des évolutions récentes et futures de la dette. En particulier, il a été souligné que les réductions récentes des ratios dette publique/PIB reflétaient, dans une large mesure, l'impact d'une inflation élevée et ne devaient pas être interprétées comme des efforts d'assainissement liés à des mesures de politique budgétaire. Avec le ralentissement de l'inflation, il n'est plus possible de compter sur ces gains exceptionnels et l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les coûts de financement du gouvernement ne s'est pas non plus fait pleinement sentir jusqu'ici.

Des préoccupations ont été exprimées selon lesquelles les discussions en cours concernant les règles budgétaires dans le contexte des délibérations relatives au cadre de gouvernance économique de l'UE pourraient entraîner un vide juridique pour 2024, le Pacte de stabilité et de croissance n'ayant pas encore été remplacé par de nouveaux règlements. Des politiques budgétaires rigoureuses sont considérées comme essentielles pour parvenir à la stabilité des prix. Cependant, il a été avancé que l'orientation budgétaire actuelle risque de pousser dans la direction opposée, y compris via des mesures qui modifient les coûts d'emprunt et pourraient par conséquent être considérées comme interférant directement dans la transmission de la politique monétaire. Dans le même temps, il a été indiqué qu'un resserrement budgétaire sans réformes structurelles n'apporterait qu'une aide limitée et que l'économie a besoin de soutien du côté de l'offre.

Les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique demeurent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale pèserait également sur la croissance. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique provoqué par les attaques terroristes en Israël constituent des sources importantes de risques géopolitiques. Ceci pourrait conduire les entreprises et les ménages à se montrer moins confiants quant à l'avenir, ce qui pourrait freiner davantage la croissance. À l'inverse, la croissance pourrait être

plus soutenue qu'anticipé si la solidité persistante du marché du travail et la hausse des revenus réels stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises, ou si l'économie mondiale croît plus fortement qu'escompté.

Il a été noté que, même si les risques à la baisse qui ont été identifiés plus tôt s'étaient matérialisés, un surcroît de risques et d'incertitude était apparu depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre, principalement lié à l'impact du conflit au Moyen-Orient, en particulier si son escalade devait se poursuivre. Cette situation s'inscrivant dans le contexte de la guerre en Ukraine, l'incertitude qui en résulte pourrait accroître l'inquiétude des entreprises, entraînant une moindre demande d'investissement. Comme les évolutions en Chine demeurent également une source de fragilité, il a été suggéré que les risques à la baisse proviennent essentiellement de l'environnement extérieur. Ils incluent également la possibilité d'effets de contagion en provenance des États-Unis, en raison d'une évolution parallèle à la hausse des rendements à long terme de la zone euro et des États-Unis. Dans le même temps, des surprises positives récentes ont suggéré que les évolutions aux États-Unis et en Chine pourraient se révéler plus favorables que prévu. Dans l'ensemble, même si la croissance demeure faible, les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème fourniront un tableau plus complet.

En ce qui concerne les évolutions des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les informations disponibles ont largement confirmé la précédente évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. L'inflation s'est ralentie à 4,3 % en septembre, ce qui s'explique en partie par d'importants effets de base, la baisse étant généralisée. À court terme, l'inflation devrait se poursuivre, les hausses sensibles des prix de l'énergie et des produits alimentaires observées à l'automne 2022 n'étant plus prises en compte dans les taux annuels. Cependant, les prix de l'énergie ont de nouveau augmenté récemment et sont devenus moins prévisibles compte tenu des nouvelles tensions géopolitiques.

S'agissant de l'inflation totale, les membres du Conseil ont observé que les dernières évolutions ont été globalement en ligne avec les projections de septembre établies par les services de la BCE. En outre, il a été remarqué que les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont évolué dans la bonne direction ces derniers mois et que la plupart ont franchi leur pic et devraient continuer de diminuer. Les coûts, notamment pour les matières premières industrielles, ont baissé et, dans l'ensemble, les tensions en amont sur les prix ont continué de s'atténuer et ont été transmises aux prix à la consommation. Dans le même temps, il a été noté que les tensions sur les prix intérieurs demeurent fortes, reflétant la persistance de l'inflation dans le secteur des services et l'impact sur l'inflation sous-jacente des tensions persistantes sur les salaires. Des hausses du momentum ont été observées pour la plupart des composantes de l'inflation totale, à l'exception de l'inflation dans le secteur des services.

Les membres du Conseil ont noté que les dernières informations sur les salaires semblent également globalement en ligne avec les anticipations intégrées dans les projections de septembre établies par les services de la BCE. Il a été souligné que la hausse de la composante glissement des salaires a été plus forte que la croissance des salaires négociés. Le glissement des salaires étant plus sensible aux évolutions conjoncturelles, il pourrait, toutefois, impliquer également un affaiblissement plus prononcé de la dynamique de la croissance des salaires si la demande devait s'affaiblir et l'emploi stagner. Il a été remarqué que les signes d'effets de second tour ont été limités et que rien n'indique jusqu'à présent l'existence d'une spirale salaires-prix. En termes cumulés, les salaires réels dans la zone euro sont restés modérés par rapport au début du processus d'inflation. Les informations provenant de l'outil de suivi des salaires de la BCE sur les accords salariaux signés récemment ont mis en évidence la poursuite de la forte croissance des salaires. Alors que cette évolution devrait se modérer au cours du temps, la baisse ne s'est pas encore matérialisée et est entourée d'une incertitude élevée. La hausse des prix de l'énergie pourrait retarder ou atténuer la baisse attendue de la croissance des salaires, car elle pourrait être utilisée pour justifier des demandes d'augmentation des salaires.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent principalement autour de 2 %, mais certains indicateurs restent élevés et doivent faire l'objet d'un suivi attentif. La baisse récente de la compensation de l'inflation fondée sur le marché a été considérée comme une évolution favorable et en ligne avec une crédibilité renforcée pour ramener l'inflation au niveau de la cible. Toutefois, il s'est également avéré que les marchés sont plus prospectifs dans leurs anticipations, tandis que les anticipations des ménages et d'une partie du secteur des entreprises comportent d'importants éléments rétrospectifs. Il conviendrait de garder en tête cette différence en cas de nouvelles surprises d'inflation. Dans ce contexte, les anticipations d'inflation ont été jugées fragiles, comme le montre la nouvelle hausse des anticipations des consommateurs, probablement en réponse à la hausse des prix de l'énergie. De plus, dans la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels, les participants ont observé un déplacement vers le haut de la balance des risques pour les anticipations d'inflation à l'horizon de deux ans et une probabilité d'un tiers que l'inflation soit supérieure à 2,5 % à long terme.

Les membres du Conseil ont également considéré que l'incertitude accrue entourant les perspectives de croissance économique s'est traduite par une incertitude supplémentaire pour les perspectives d'inflation, en particulier au-delà du court terme. Il a été noté que l'inflation totale devrait continuer de baisser à court terme, en grande partie en raison d'effets de base. Au tournant de l'année, un rebond temporaire de l'inflation totale pourrait être attendu en raison d'effets de base liés à l'énergie.

Les membres du Conseil ont souligné que les perspectives de croissance des salaires demeuraient très incertaines. Le tableau des évolutions des salaires ne se matérialisera que progressivement au

cours de l'année prochaine, au vu des décalages importants entre les publications de données quantitatives. Il a été avancé que la forte baisse de l'inflation totale et le renforcement de la confiance dans un retour de l'inflation au niveau de l'objectif de la BCE devraient contribuer à contenir les pressions à la hausse sur les salaires dans les négociations à venir. Les niveaux élevés d'incertitude qui entourent les perspectives salariales, ainsi que les perspectives concernant la productivité et le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée, impliquent des perspectives très incertaines pour les coûts unitaires du travail et partant, pour l'inflation. De plus, les bénéfices unitaires ont également joué un rôle essentiel dans la détermination de la trajectoire future de l'inflation. Il a été noté que le précédent déplacement vers le haut des marges bénéficiaires pourrait se révéler temporaire en cas de détérioration des conditions conjoncturelles. Dans le même temps, une réduction des autres facteurs de coûts pourrait contribuer à atténuer d'éventuelles pressions à la hausse sur les marges.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé qu'il existait à la fois des risques à la hausse et à la baisse pour l'inflation. Les risques à la hausse pourraient résulter d'une augmentation des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. L'exacerbation des tensions géopolitiques pourrait pousser les prix de l'énergie à la hausse à court terme et accentuer l'incertitude qui entoure les perspectives à moyen terme. Des conditions météorologiques extrêmes, et l'évolution de la crise climatique plus généralement, pourraient entraîner des augmentations des prix des produits alimentaires supérieures aux anticipations. Des hausses des salaires ou des marges bénéficiaires plus élevées que prévu, ou une augmentation durable des anticipations d'inflation au-dessus de la cible pourraient également entraîner une hausse de l'inflation, y compris à moyen terme. À l'opposé, une contraction de la demande, sous l'effet par exemple d'une transmission plus forte de la politique monétaire ou d'une détérioration de l'environnement économique dans le reste du monde dans un contexte de risques géopolitiques accrus, atténuerait les tensions sur les prix, en particulier à moyen terme. Des points de vue différents ont été exprimés sur la balance des risques globale pour l'inflation. Certains membres du Conseil ont estimé que la balance globale était orientée à la hausse, en raison de risques à la hausse pesant sur la croissance des salaires et les prix de l'énergie. Les risques à la hausse pourraient également résulter de l'impact de la récente dépréciation de l'euro, principalement vis-à-vis du dollar. D'autres membres ont considéré que les risques d'inflation étaient équilibrés, l'inflation étant globalement vue comme évoluant comme prévu et convergeant vers la cible de 2 % à moyen terme, peut-être même avec un risque de s'inscrire au-dessous de l'objectif. Des risques à la baisse sur l'inflation *core* ont été perçus, en raison de l'activité économique plus atone que prévu et du niveau légèrement moins élevé que prévu des données récentes pour l'inflation *core*.

S'agissant des conséquences d'éventuels autres chocs d'offre négatifs, en particulier liés à l'énergie, il a été considéré qu'un tel scénario ne devrait pas se dérouler de la même manière que les chocs importants sur les prix des matières premières observés en 2021-2022, qui avaient coïncidé, dans un

contexte de goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre, avec un déblocage de la demande latente et la réouverture post-pandémie. Les hausses des prix du pétrole résultant du conflit au Moyen-Orient ont jusqu'à présent été limitées et le marché a considéré le récent renchérissement comme un pic plutôt que comme une modification très durable. L'affaiblissement de la demande agrégée dû au resserrement de la politique monétaire devrait, en principe, inciter les entreprises à résister aux fortes hausses des coûts unitaires du travail ou à les absorber dans leurs marges bénéficiaires, plutôt que les répercuter sur les consommateurs. Il a été avancé que les fortes hausses des marges bénéficiaires enregistrées en 2022 suggèrent que, dans le futur, il serait possible d'absorber une augmentation des coûts de l'énergie dans les marges. Cependant, les risques à la hausse provenant des prix de l'énergie, après une longue période d'inflation nettement supérieure à la cible, n'ont pas été jugés insignifiants, même si l'environnement macroéconomique actuel est relativement différent. Dans ce contexte, une persistance du renchérissement de l'énergie pourrait déclencher d'autres effets de second tour, en particulier avec la négociation d'un nombre important d'accords salariaux au début de l'année à venir. Cela pourrait impliquer un retard ou une réduction de la baisse attendue de la croissance des salaires. Globalement, les risques que pose l'environnement géopolitique, y compris les effets directs ou indirects du renchérissement des matières premières ou son impact sur le sentiment à l'égard de l'économie des entreprises et des ménages, nécessitent un suivi attentif.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, l'évolution la plus significative a été la hausse marquée des taux d'intérêt à long terme, reflétant d'importantes hausses dans d'autres grandes économies, notamment aux États-Unis. La baisse du taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans a également été notée. Cela a contribué à une hausse plus prononcée des taux d'intérêt réels et a été considéré comme un signe satisfaisant de la crédibilité des mesures récentes de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans l'ensemble, la hausse des taux à long terme et la correction des prix des actifs risqués ont été jugées comme entraînant un nouveau durcissement des conditions financières, tandis que la dépréciation de l'euro a eu l'effet inverse.

Les membres du Conseil ont examiné plusieurs explications de la hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis, hausse qui pourrait également avoir différentes implications pour les répercussions attendues dans la zone euro. Ces explications incluent des évolutions macroéconomiques plus favorables que prévu aux États-Unis venant à l'appui de narratifs de taux demeurant élevés plus longtemps, et une hausse de la prime de terme. Une hausse de la production potentielle aux États-Unis ou des inquiétudes croissantes concernant les besoins de financement associés à la persistance des déficits budgétaires américains élevés pourraient avoir poussé à la hausse le taux d'intérêt naturel. Il a été noté que les facteurs techniques ont joué un rôle. Il a

également été avancé qu'un environnement de resserrement quantitatif – avec l'absence d'une demande stable d'obligations de la part des banques centrales – augmenterait naturellement la prime de terme, car le taux d'équilibre pour les obligations à long terme est plus élevé qu'auparavant, en particulier face à des pics de volatilité observés récemment.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que les effets de contagion provenant des États-Unis étaient un déterminant essentiel de la hausse des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro, contribuant à une hausse des taux des *swaps* au jour le jour d'un peu plus de 20 points de base dans la zone euro depuis la dernière réunion de politique monétaire. Il a été noté que les évolutions n'étaient liées ni aux fondamentaux économiques sous-jacents, ni aux perspectives d'inflation dans la zone euro, et qu'elles résultent de la composante prime de terme plutôt que de la composante anticipations des taux d'intérêt à long terme. À cet égard, il a également été avancé que la politique budgétaire de la zone euro peut avoir joué un rôle dans la hausse des primes de terme. Une autre possibilité était que les marchés financiers avaient commencé à intégrer un taux d'intérêt naturel plus élevé pour la zone euro.

Les membres du Conseil sont généralement convenus que la hausse des taux d'intérêt à long terme dans la zone euro avait davantage durci les conditions financières que prévu. Il a été avancé que cette évolution rendait plus probable le fait que l'orientation de politique monétaire du Conseil des gouverneurs soit suffisamment restrictive, bien que des incertitudes persistent autour de cette évaluation.

Les avis ont divergé quant au caractère souhaitable de taux d'intérêt à long terme plus élevés dans la zone euro. D'un côté, ils peuvent être considérés comme indésirables, car ils ne sont pas liés aux évolutions dans la zone euro, mais contribuent à un durcissement supplémentaire. Cela pourrait inutilement affaiblir l'activité économique de manière plus importante que prévu et entraîner une inflation inférieure à la cible. De plus, des taux à long terme plus élevés pourraient rendre la soutenabilité budgétaire plus difficile pour certains pays de la zone euro. D'un autre côté, des taux à long terme plus élevés pourraient être bienvenus après une longue période de forte compression des primes de terme. Ils renforceraient la transmission de la politique monétaire aux activités reposant sur le crédit à long terme et signaleraient aux gouvernements qu'il sera plus coûteux d'emprunter à long terme à l'avenir. De plus, un tel durcissement renforcerait la crédibilité d'un retour au plus tôt de l'inflation à la cible et serait cohérent avec le maintien des taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs durant une période prolongée. Du point de vue de la croissance économique, l'impact sur la zone euro dépend de la question de savoir si la hausse des taux à long terme aux États-Unis est déterminée par de meilleures perspectives de croissance pour l'économie américaine, ce qui impliquerait des répercussions positives via un renforcement de la demande extérieure adressée à la zone euro.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la politique monétaire continue de se transmettre vigoureusement aux conditions de financement au sens large. Les financements sont devenus plus chers pour les banques, et les taux d'intérêt moyens appliqués aux prêts aux entreprises et aux prêts hypothécaires ont de nouveau augmenté en août, en dépit d'une baisse des taux des prêts à plus long terme consentis aux sociétés non financières. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique une nouvelle baisse marquée de la demande de crédit au troisième trimestre, en raison de la hausse des taux d'emprunt et des réductions des projets d'investissement et des achats de logements. Les critères d'octroi des prêts aux entreprises et aux ménages se sont également encore durcis. Dans le même temps, il a été noté que la résilience du secteur bancaire n'est pas perçue comme un sujet de préoccupation, que la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement suggère que les contraintes financières restent contenues en comparaison historique, et que la dernière enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises suggère que les banques sont toujours disposées à prêter aux entreprises dans la plupart des secteurs de l'économie.

Dans ce contexte, les agrégats monétaires et de crédit ont continué de diminuer rapidement. Dans un contexte de faible activité de prêt et de réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème, l'agrégat M3 a continué de se contracter fortement. En août, il a enregistré, en données annuelles, la baisse la plus rapide depuis l'introduction de l'euro et son taux de croissance est resté négatif en septembre. La dynamique du crédit s'est de nouveau ralentie, le taux de croissance annuel des prêts aux entreprises baissant fortement et celui des prêts aux ménages restant modéré. Dans le même temps, il a été noté qu'il n'y a pas d'indication d'une amplification financière, dans laquelle les faiblesses du secteur bancaire renforceraient les évolutions macroéconomiques négatives. De plus, les importants flux négatifs enregistrés antérieurement pour les prêts aux sociétés non financières sont considérés comme résultant principalement d'une diminution des prêts à court terme, généralement associés au financement des besoins en fonds de roulement et des stocks. De plus, la dynamique des prêts ne se ralentit pas aussi rapidement qu'auparavant, les importants flux nets négatifs enregistrés en août s'étant en partie inversés en septembre.

Pour autant, la transmission via le canal du crédit bancaire a généralement été considérée comme plus soutenue que prévu précédemment, y compris par les banques elles-mêmes, et comme entraînant un durcissement significatif des conditions de financement. Il a également été noté que la transmission aurait même pu être plus forte en l'absence de pénuries structurelles de main-d'œuvre et d'une résistance du sentiment à l'égard du risque sur les marchés financiers, comme le reflètent les marchés boursiers robustes et les primes de risque relativement compressées. Dans le même temps, il a été mentionné que le secteur des services, principal contributeur à la persistance de l'inflation, ne semble pas très sensible au durcissement des conditions de financement selon l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises. Trois entreprises sur quatre du secteur des services n'ont pas

constaté d'impact du durcissement des conditions financières sur leur activité au cours des 12 derniers mois et le ratio est même supérieur s'agissant des 12 prochains mois. Les conditions financières ont cependant des effets indirects sur le secteur des services par le biais du ralentissement de la croissance de la demande agrégée. Toutefois, jusqu'à récemment, cette évolution a été compensée par les effets importants liés à la réouverture de l'économie.

Il a été souligné que pour certains pays, la diminution des prêts hypothécaires constitue une préoccupation particulière. Il a été fait référence à quelques pays ayant introduit des mesures pour soutenir le marché hypothécaire, lesquelles ont contrebalancé l'effet des mesures de politique monétaire visant à réduire l'inflation. Toutefois, il a été observé qu'il ne s'agit pas d'une situation générale dans la zone euro et, globalement, le sentiment s'est imposé que la transmission monétaire fonctionne bien et qu'elle est forte tout en étant progressive et ordonnée.

À plus long terme, il a été avancé qu'une partie de la transmission reste à venir, avec le renouvellement des prêts à taux fixe, en particulier dans les pays où le ratio de ces prêts par rapport aux prêts à taux variable est plus élevé. Cela laisse penser que la transmission ne produit son effet que très progressivement en raison des périodes longues de fixation du taux pour les prêts hypothécaires. De plus, l'attention a été attirée sur l'existence, dans certaines parties du secteur des entreprises, d'importants volants de liquidité susceptibles de réduire le besoin de nouveaux emprunts pendant un certain temps, conjointement avec l'arrivée à son terme du cycle des stocks. L'ampleur de la transmission supplémentaire demeure incertaine, mais la possibilité existe qu'elle se renforce encore, en partie parce que la hausse des taux d'intérêt à long terme pourrait freiner la croissance du crédit à long terme. Dans le même temps, il a été noté que la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire suggère que les banques prévoient de durcir les critères d'octroi des prêts dans une moindre mesure au cours du prochain trimestre. Un tel résultat signifierait que, toutes choses égales par ailleurs, ce sous-ensemble des conditions de financement pourrait bientôt se stabiliser.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire, les membres ont souligné que l'incertitude entourant les perspectives économiques a augmenté par rapport à la situation au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, affectant également l'évaluation de l'orientation appropriée de la politique monétaire. Dans le même temps, il a été noté que les conditions de financement se sont durcies en raison des répercussions en provenance des États-Unis, ce qui renforce la confiance dans le fait que – à moins d'écarts significatifs de l'inflation par rapport aux projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE – l'orientation de la politique monétaire est suffisamment restrictive et ramènera au plus tôt l'inflation à sa cible. De plus, il a été estimé que les marchés ont révisé la trajectoire attendue pour les taux

d'intérêt, la portant à des niveaux supérieurs, qui – s'ils sont maintenus durant un certain temps – contribueront à une orientation suffisamment restrictive de la politique monétaire. Il a été rappelé, toutefois, que compte tenu des tensions sur le marché du travail, le niveau actuel des taux directeurs pourrait ne pas être aussi restrictif qu'on le pense généralement. En outre, le fait que les intervenants de marché aient décalé la date à laquelle ils s'attendent à une première baisse des taux a été considéré comme un élément montrant qu'ils ne perçoivent pas de risque de resserrement excessif.

Dans ce contexte, les membres ont évalué les données devenues disponibles depuis la réunion de politique monétaire de septembre conformément aux trois principaux éléments de la « fonction de réaction » communiqués par le Conseil des gouverneurs plus tôt dans l'année. Ceux-ci comprennent les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire. Globalement, il a été considéré que les trois éléments de la fonction de réaction évoluent tous dans la bonne direction, montrant clairement que la politique monétaire fonctionne comme prévu.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Dans l'ensemble, le processus de désinflation semble se dérouler largement comme prévu, reflétant non seulement l'atténuation des effets des facteurs exogènes qui ont poussé l'inflation à la hausse, mais également l'impact de la politique monétaire. L'inflation totale a évolué comme prévu, même si la croissance s'est avérée plus faible qu'attendu, en partie en raison de la matérialisation de risques à la baisse. Il a été noté que le ralentissement de l'activité économique reflète également l'effet modérateur des précédentes hausses des taux d'intérêt. Dans le même temps, le fait que les erreurs de prévision relatives à l'inflation soient proches de zéro et que le processus de désinflation se déroule même un peu plus rapidement que prévu constitue un signe encourageant. Globalement, ces évolutions ont été considérées comme suscitant la confiance dans le fait que ce processus se poursuivra, ramenant l'inflation à la cible au plus tôt. Il a été rappelé, toutefois, que la plupart des effets modérateurs des précédentes hausses des taux d'intérêt sur l'inflation doivent encore se matérialiser au cours des deux prochaines années, pour lesquelles l'incertitude – liée principalement à la dynamique future des salaires, à la politique budgétaire et aux risques géopolitiques – reste élevée. Si les risques à la hausse pesant sur l'inflation en lien avec ses facteurs se matérialisent, il faudra sûrement un certain temps pour que leurs effets sur l'inflation soient visibles. De plus, il a été rappelé que la politique monétaire est confrontée à des défis pour remédier aux effets des chocs d'offre défavorables sur l'inflation. Dans l'ensemble, il a été soutenu que, compte tenu des perspectives actuelles, on peut s'attendre à ce que le Conseil des gouverneurs soit en mesure de ramener l'inflation à la cible de 2 % d'ici 2025. Même s'il est généralement supposé que le « dernier kilomètre » pour ramener l'inflation à la cible est le plus difficile à parcourir, il a été avancé que le Conseil des gouverneurs doit veiller à ce que ses efforts pour maîtriser l'inflation ne conduisent pas, au bout du compte, à un niveau inférieur à la cible.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les membres se sont accordés sur le fait que la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente semblent avoir franchi leur pic et continuent de s'inscrire en baisse, un signal que le Conseil attendait depuis des mois. Dans le même temps, l'inflation intérieure reste obstinément élevée et les projections d'inflation à plus long terme semblent toujours supérieures à la cible du Conseil des gouverneurs.

S'agissant de l'évaluation de la transmission de la politique monétaire, les membres du Conseil sont généralement convenus que celle-ci se poursuit plus fortement qu'anticipé en septembre. En outre, une part importante de la transmission des taux d'intérêt ne s'est pas encore matérialisée et devrait freiner l'activité ainsi que l'inflation sur l'horizon de projection. Il a également été souligné que toutes les périodes désinflationnistes réussies ont nécessité une période prolongée de taux d'intérêt en territoire restrictif et un affaiblissement des marchés du travail. Dans le même temps, des risques à la baisse ont été mis en évidence, qui pourraient renforcer encore davantage la transmission à l'activité économique et à l'inflation.

En tout état de cause, il a été souligné qu'il faut se garder de tout excès de confiance, car la partie difficile du processus de désinflation ne fait que commencer. La dynamique de l'inflation pour le reste de l'année sera probablement caractérisée par divers effets de base, qui pourraient être interprétés à tort comme une inversion de la tendance de l'inflation et entraîner une volatilité sur les marchés, même si la hausse de l'inflation est de courte durée et ne modifie pas les perspectives désinflationnistes globales. Dans ce contexte, il a été souligné qu'il ne faut pas crier victoire concernant l'inflation au stade actuel, alors que celle-ci est toujours plus de deux fois supérieure à la cible de la BCE.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans les progrès accomplis, même s'il a été jugé important de maintenir l'orientation restrictive pendant une durée suffisante. Avec des taux d'intérêt en territoire restrictif, il faut faire preuve de patience et de persistance pour que l'inflation converge au plus tôt vers la cible à moyen terme. Le Conseil des gouverneurs évaluera les données qui lui parviennent et agira le cas échéant.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels. Il a été considéré que les trois éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs confortent tous les arguments en faveur d'une « pause » dans le cycle de relèvement, après dix hausses consécutives des taux d'intérêt. Les membres ont exprimé leur confiance dans le fait que l'orientation actuelle de la politique monétaire est suffisamment restrictive, ce qui donne au Conseil des gouverneurs la possibilité de

maintenir les taux à leurs niveaux actuels et de prendre le temps d'évaluer les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

Il a été observé que les marchés s'attendent à ce que les taux directeurs restent élevés plus longtemps que ce qui était prévu avant la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre. Les anticipations sont passées d'une trajectoire des taux d'intérêt en forme de bosse – que les modèles macroéconomiques tendent à présenter comme optimale – à un profil plus plat avec une première baisse plus tardive du taux de la facilité de dépôt. Il a été jugé important pour le Conseil des gouverneurs d'éviter un assouplissement injustifié des conditions financières. En outre, les membres du Conseil ont fait valoir qu'il convenait de laisser la porte ouverte à une éventuelle nouvelle hausse des taux, conformément à l'accent mis par le Conseil des gouverneurs sur la dépendance aux données.

Même si la décision prise lors de la réunion de septembre a été serrée, le relèvement des taux d'intérêt intervenu en septembre a renforcé la progression vers l'objectif de stabilité des prix. Un autre élément important a été la définition de la cible d'inflation de 2 % introduite par le Conseil des gouverneurs à la suite de l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire en 2021. Il a été noté que, tout au long de cet épisode d'inflation, les indicateurs des anticipations d'inflation à moyen terme extraits des instruments de marché et tirés d'enquêtes sont restés ancrés à la cible.

Les membres se sont accordés pour que lors de la présente réunion, l'accent porte sur la communication plutôt que sur l'action. Il a été jugé nécessaire que le Conseil des gouverneurs adapte sa communication à la forte incertitude entourant les perspectives économiques et d'inflation changeantes dans une phase de ralentissement de l'économie. Dans le même temps, il a été avancé que le Conseil des gouverneurs devait s'efforcer de maintenir la continuité et la cohérence et s'en tenir à sa communication précédente aussi étroitement que possible afin d'éviter d'envoyer un message pouvant laisser penser à un excès de confiance.

Les membres se sont accordés sur le fait que le Conseil des gouverneurs devait continuer de souligner sa détermination à fixer, par ses futures décisions, les taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour ramener au plus tôt l'inflation vers la cible. Compte tenu de l'incertitude élevée et du risque que de nouveaux chocs d'offre se matérialisent, l'approche dépendante des données adoptée par le Conseil des gouverneurs a également été réaffirmée. Même si les taux d'intérêt ont été laissés inchangés lors de cette réunion, il a été estimé que le Conseil des gouverneurs devait se tenir prêt, sur la base d'une évaluation continue, à de nouvelles hausses des taux d'intérêt si nécessaire, même si cela ne fait pas partie du scénario de référence actuel.

En conclusion, il a été souligné que le Conseil des gouverneurs doit faire preuve à la fois de persistance et de vigilance. La persistance est considérée comme essentielle pour ramener l'inflation à 2 % à moyen terme. Il s'agit également de faire preuve de persévérance et de patience face aux nouveaux chocs qui pourraient se matérialiser. La vigilance implique que, même si le Conseil des gouverneurs doit affirmer l'efficacité de ses mesures et reconnaître les progrès accomplis, il convient d'éviter toute confiance excessive et toute complaisance compte tenu des nouveaux défis qui pourraient se présenter jusqu'à ce que l'inflation soit ramenée à la cible.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition du Directoire de continuer de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP. Un large consensus s'est dégagé sur le fait que la continuité des réinvestissements au titre du PEPP serait cohérente avec une décision de maintenir inchangés les taux d'intérêt lors de la réunion d'octobre, tandis qu'une discussion sur une fin précoce de ces réinvestissements lors de la réunion en cours a été jugée prématurée.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées plus en détail dans le communiqué de presse de 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 26 octobre 2023](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 25-26 octobre 2023

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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. Reinesch
- Mme Schnabel
- 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 octobre 2023 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Personnes accompagnantes

- Mme Bénassy-Quéré
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Kroes
- M. Koukoularides
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- M. Martin
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Pösö
- M. Rutkaste
- M. Šošić
- M. Tavlas
- M. Ulbrich
- 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 18 janvier 2024.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi