



# Réunion des 13 et 14 septembre 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 13 et le jeudi 14 septembre 2023

**12 octobre 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 26 et 27 juillet 2023, les perspectives de croissance des investisseurs pour la zone euro et les États-Unis ont continué de diverger, accentuant l'écart des rendements nominaux et réels entre les deux économies et entraînant une baisse de l'euro vis-à-vis du dollar. En dépit du ralentissement attendu de la dynamique de croissance de la zone euro, les anticipations des marchés relatives à l'inflation à moyen et long termes ont encore augmenté. Partagées entre la perception d'un affaiblissement de l'économie de la zone euro et l'inflation persistante, les anticipations relatives au pic du taux de la facilité de dépôt et à la forme de la courbe des taux à terme sont restées globalement inchangées.

Les rendements souverains à long terme ont augmenté dans les principales économies avancées, mais la hausse a été plus modérée dans les économies, comme la zone euro, où de mauvaises surprises macroéconomiques sont survenues. S'agissant de l'impact de ces évolutions sur les marchés des changes, l'euro s'est nettement déprécié vis-à-vis du dollar américain, mais seulement légèrement en termes effectifs nominaux, en raison de la faiblesse généralisée des autres devises.

Une décomposition des rendements nominaux à un an dans la zone euro et aux États-Unis entre les taux réels et la composante inflation montre que la différence de perspectives économiques s'est traduite par une forte divergence des taux réels entre les deux économies. Les investisseurs donnent une valorisation plus basse pour les taux réels futurs à un an dans la zone euro au cours des quatre

prochaines années, tandis que la vigueur de l'économie américaine a sensiblement poussé à la hausse leurs anticipations relatives aux taux réels futurs à un an aux États-Unis. Dans le même temps, en dépit de la détérioration des perspectives conjoncturelles, les investisseurs de la zone euro ont augmenté la compensation de l'inflation exigée sur les horizons à court et moyen termes.

L'augmentation des taux des *swaps* indexés sur l'inflation reflète en partie une révision à la hausse des anticipations des investisseurs relatives à l'inflation *core*. La valorisation ressortant des marchés pour les véritables anticipations synthétiques relatives à l'inflation *core* dans la zone euro – c'est-à-dire les anticipations synthétiques relatives à l'inflation *core* corrigées des primes de risque – suggère que les intervenants de marché ont révisé à la hausse leurs anticipations relatives à l'inflation *core* à partir de mai 2023. Les mesures de la compensation de l'inflation totale à long terme dans la zone euro extraites des instruments de marché ont également continué de s'inscrire en hausse. Même si l'augmentation continue des primes de risque sur l'inflation représente l'essentiel de la hausse de la compensation de l'inflation, les véritables anticipations d'inflation à long terme ont également enregistré une légère hausse.

Compte tenu du ralentissement de l'activité économique intérieure et de la rigidité de l'inflation, les anticipations relatives aux taux directeurs dans la zone euro sont restées largement inchangées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les participants à l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires continuent de prévoir qu'un taux maximum de la facilité de dépôt de 4 % ne sera atteint qu'en octobre 2023. Pour septembre 2023, les participants à l'enquête se sont répartis presque à égalité, une légère majorité de 53 % anticipant une pause et 47 % s'attendant à un nouveau relèvement des taux.

Le montant total de la réduction des taux qui est intégré dans les prix par rapport au pic au cours de l'année 2024 n'est que légèrement supérieur à ce qui était prévu lors de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Le ralentissement des évolutions économiques n'a par conséquent pas conduit les investisseurs à anticiper une inversion plus rapide de la politique monétaire. Les investisseurs restent plutôt positionnés sur un maintien des taux directeurs aux niveaux maximums pour une période prolongée. En d'autres termes, la forme de la courbe à terme suggère que les intervenants de marché ne semblent pas s'attendre à une grave récession, ce qui est cohérent avec la résistance affichée par la plupart des actifs risqués durant le cycle actuel de resserrement monétaire. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont largement résisté à la révision à la baisse de la dynamique de croissance à court terme et ne se sont que légèrement creusés depuis la précédente réunion. Les obligations souveraines grecques ont affiché de meilleures performances en raison des relèvements de notation attendus et qui se concrétisent. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont également augmenté, mais demeurent inférieurs aux niveaux de 2022.

En revanche, les prix des actions de la zone euro ont généralement baissé depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, sous l'effet, dans une large mesure, d'une décompression des primes de risque ces dernières semaines. Pour autant, les cours boursiers ont très bien résisté depuis le début du cycle de resserrement, avec des déterminants différents pour les entreprises non financières et financières. Même si les actions des sociétés non financières ont bénéficié principalement d'une compression des primes de risque cohérente avec l'amélioration du sentiment des investisseurs à l'égard du risque, ainsi que des versements de dividendes et des rachats d'actions, leurs anticipations de bénéfices à plus long terme et la hausse des taux d'intérêt ont eu un effet modérateur. Pour les sociétés financières, les prix des actions ont bénéficié d'anticipations de bénéfices plus élevées, ainsi que de versements de dividendes et de rachats d'actions importants.

La résistance générale des actifs risqués a été soutenue par la diminution progressive de la volatilité, en raison de perceptions selon lesquelles le cycle mondial de resserrement pourrait toucher à sa fin. Une deuxième explication de la résistance des actifs risqués pourrait tenir au fait que les marchés intègrent dans leurs prix une probabilité croissante que la transmission du durcissement des conditions financières à la croissance soit proche de son pic. Les conditions financières se sont nettement durcies en 2022, puis seulement modérément depuis lors. Compte tenu des délais habituellement observés dans la transmission des conditions financières à l'activité économique, cela suggère que le frein exercé sur la croissance par le resserrement de ces conditions serait actuellement important, mais pourrait commencer à s'atténuer relativement rapidement. Une troisième explication de la résistance des actifs risqués est liée au resserrement moins prononcé des taux à long terme. Les rendements nominaux à plus long terme ont oscillé autour de 3 % depuis octobre 2022, ce qui suggère que la partie longue de la courbe n'a presque pas transmis d'impulsion de resserrement depuis près d'un an, les primes de terme demeurant comprimées. Les taux réels dans la zone euro sont également restés globalement inchangés depuis décembre 2022 et sont nettement inférieurs au pic atteint en octobre 2022.

Les évolutions sur les marchés des matières premières depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs illustrent les risques à la hausse pesant sur l'inflation. À 91 dollars le baril, les prix du pétrole ont atteint leur plus haut niveau en dix mois après que les producteurs de l'OPEP+ ont convenu de prolonger leurs réductions de l'offre pour le reste de l'année. Les prix européens du gaz ont également fortement augmenté depuis la réunion de juillet et ont montré une sensibilité accrue aux interruptions de l'approvisionnement. Enfin, les risques à la hausse pesant sur l'inflation pourraient également provenir des prix des produits alimentaires, qui pourraient réagir avec un certain décalage aux phénomènes météorologiques extrêmes de cette année causés par le changement climatique et amplifiés par El Niño.

Sur les marchés monétaires, les dépôts ne relevant pas de la politique monétaire ont continué de diminuer depuis la réunion des 26 et 27 juillet. Les taux des opérations garanties du marché

monétaire ont été globalement inchangés dans un contexte de volatilité limitée, ce qui suggère que les marchés des pensions ne subissent pas de pressions à la baisse liées aux craintes de pénurie de garanties. Les écarts de rendement des *swaps* sur actifs à trois mois se sont nettement resserrés depuis mai 2023, les préoccupations relatives à la pénurie de garanties s'étant atténuées dans un contexte d'augmentation des émissions de dette souveraine et de positionnement plus équilibré. Le marché monétaire en blanc a également été globalement stable après la modification de la rémunération des réserves obligatoires.

## 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. La présente réunion est l'occasion de faire le point sur les enseignements tirés au cours de l'été. S'agissant tout d'abord de l'environnement international, la croissance mondiale a été soutenue par les services au printemps 2023. Sa dynamique a ensuite commencé à fléchir au deuxième trimestre, en raison d'un ralentissement de la croissance en Chine après la réouverture post-pandémie, et au Japon. L'activité économique mondiale s'est encore ralentie au troisième trimestre, mais sans entraîner de recul significatif. Elle est plutôt revenue à un niveau proche de sa moyenne de long terme. Toutefois, l'importance de l'activité mondiale pour la zone euro se manifeste principalement au travers des échanges commerciaux, et les échanges mondiaux de biens ont connu une période prolongée de baisse en raison de la réorientation en cours des biens vers les services, qui sont moins dépendants du commerce.

S'agissant des perspectives économiques pour la zone euro, M. Lane a rappelé que l'estimation rapide relative à la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est restée inchangée en août, au niveau de 5,3 % enregistré en juillet. Le recul de l'inflation s'est interrompu en raison de la forte hausse récente des prix de l'énergie, le taux de variation annuel des prix de l'énergie étant ressorti à - 3,3 % en août après - 6,1 % en juillet. Le déplacement vers le haut des anticipations relatives aux prix de l'énergie affectera la dynamique de l'inflation totale dans les prochains mois. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est ralentie depuis le pic de 15,5 % enregistré en mars, mais elle s'élevait encore à près de 10 % en août.

L'inflation annuelle hors énergie et produits alimentaires est revenue à 5,3 % en août après 5,5 % en juillet. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est revenue à 4,8 %, grâce à l'atténuation des flambées antérieures des prix de l'énergie et à la résorption des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. La hausse des prix des services s'est légèrement ralentie, ressortant à 5,5 %, mais elle est restée élevée en août, en raison de la dynamique toujours forte des services liés au tourisme et de tensions sur les salaires.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Globalement, la modération de l'inflation *core* est cohérente avec la poursuite du ralentissement de l'inflation sous-jacente, qui reflète la dissipation de l'impact des précédents chocs d'offre, une diminution des décalages entre l'offre et la demande et la répercussion progressive de la baisse des prix de l'énergie. Au cours des prochains mois, les fortes hausses de prix observées à l'automne 2022 ne seront plus prises en compte dans les taux annuels et l'inflation devrait donc diminuer.

Le momentum de l'inflation mesurée par l'IPCH, qui correspond à la variation de l'IPCH en glissement sur trois mois annualisé, s'est établi à 3 % environ en août 2023. En d'autres termes, le chiffre de 5,3 % résulte en grande partie d'effets de report. Ce momentum de 3 % a été favorisé par le momentum toujours négatif de la composante énergie. S'agissant de la hausse des prix des produits alimentaires, le momentum s'est établi à 4 %, niveau nettement inférieur au taux d'inflation annuel de 10 % environ. En ce qui concerne les composantes sous-jacentes, on a pu observer un ralentissement significatif du momentum de la composante des biens en 2023, mais un fléchissement bien moindre de celui relatif aux prix des services.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente continuent de baisser, reflétant la dissipation de l'impact des chocs et des goulets d'étranglement antérieurs. Les mesures « décontaminées » c'est-à-dire les mesures de l'inflation sous-jacente corrigées des chocs d'offre passés font également apparaître un nouveau léger fléchissement ces derniers mois. Même si, globalement, les mesures de l'inflation sous-jacente n'enregistrent pas toutes un nouvel ajustement important à la baisse, celles qui constituent les meilleurs outils de prévision de l'inflation future se situent dans la fourchette basse de l'ensemble des mesures et continuent de baisser fortement, à l'exception de l'inflation intérieure.

L'analyse des tensions en amont montre un ajustement continu à la baisse en amont de la chaîne de production pour la hausse des prix des produits alimentaires et des biens. Le ralentissement de la hausse des prix à la consommation des produits alimentaires est resté mineur par rapport à l'évolution de l'indice des prix à la production. Les pressions à la baisse émanant des prix à la production devraient commencer à se faire sentir plus fortement à partir de l'automne. Toutefois, les événements liés au changement climatique et une succession de catastrophes naturelles augmentent les risques de hausse des prix des matières premières alimentaires, ce qui entraîne des risques de renchérissement des produits alimentaires.

En ce qui concerne les biens, la correction significative à la baisse des tensions en amont, en particulier pour les prix à l'importation des biens intermédiaires et des biens de consommation non alimentaires, devrait également exercer de nouvelles pressions à la baisse sur la composante « biens » de l'IPCH au cours des prochains mois.

La hausse des prix des services est restée durablement élevée, reflétant largement les effets des chocs passés sur l'énergie et la réouverture post-pandémie. L'inflation dans les catégories nécessitant de nombreux contacts et sensibles à l'énergie continue d'apporter la contribution la plus importante à

la hausse totale des prix des services et n'a pas encore montré de signes d'un retournement de tendance, les variations annuelles des prix restant autour de 8 %. En revanche, l'inflation dans les catégories de services nécessitant peu de contacts est significativement plus faible.

En ligne avec les projections des exercices précédents, les tensions sur les salaires sont demeurées élevées au deuxième trimestre de l'année. Avec une certaine réduction des pertes de salaire réel accumulées et une inflation plus faible, la croissance des salaires devrait se ralentir au fil du temps. M. Lane a relevé que les salaires présentent un profil d'évolution saisonnier, la plupart des contrats étant renouvelés en début d'année. En d'autres termes, les données relatives à la rémunération par tête pour le premier trimestre 2024 donneront un signal important pour savoir si la zone euro s'inscrit ou non sur une trajectoire désinflationniste pour les salaires. Jusque-là, il est probable que toute donnée supplémentaire fournira peu d'informations sur la trajectoire attendue des salaires, car l'incertitude devrait demeurer importante durant un certain temps.

Au premier semestre 2023, la contribution des profits unitaires à l'inflation annuelle, telle que définie par le déflateur du PIB, a diminué par rapport à la contribution en 2022, ce qui suggère que les tensions croissantes sur les salaires commencent à être absorbées par les entreprises. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissent actuellement à environ 2 %, même si certains indicateurs ont augmenté et doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

Les projections macroéconomiques de septembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient une inflation totale plus élevée qu'attendu précédemment pour 2023 et 2024, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie, mais plus faible pour 2025 en raison de l'appréciation de l'euro, du durcissement des conditions de financement et d'une sous-utilisation plus importante des capacités productives dans l'économie. L'inflation totale devrait se ralentir, revenant de 8,4 % en 2022 à une moyenne de 5,6 % pour 2023, 3,2 % pour 2024 et 2,1 % pour 2025. Dans le même temps, les services de la BCE ont révisé à la baisse leurs projections relatives à l'inflation hors énergie et produits alimentaires pour 2024 et 2025, en ligne avec les perspectives de croissance plus faibles et l'appréciation de l'euro au cours de l'année dernière. Ils s'attendent désormais à ce qu'elle s'établisse à 5,1 % en 2023, avant de revenir à 2,9 % en 2024 et à 2,2 % en 2025. Après la date d'arrêté, une partie de l'appréciation de l'euro intégrée dans les projections de septembre s'est inversée. Toutefois, l'appréciation antérieure continue de se répercuter sur l'économie de la zone euro en raison de son impact décalé.

Si l'on se concentre sur les variations en pourcentage chaque quatrième trimestre, ce qui permet d'éliminer des données l'impact des effets de report, on peut observer que l'IPCH n'a été révisé à la hausse qu'au quatrième trimestre 2023. La hausse de l'IPCH devrait être supérieure de 0,4 point de pourcentage au quatrième trimestre 2023 par rapport au quatrième trimestre 2024, et aucun momentum d'inflation de plus n'est attendu en 2024.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation comprennent d'éventuelles nouvelles tensions haussières sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires. De mauvaises conditions météorologiques, et l'évolution de la crise climatique plus généralement, pourraient entraîner des augmentations des prix des produits alimentaires supérieures aux anticipations. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible de 2 % ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient également alimenter une accélération 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 en dehors de la zone euro, atténuerait les tensions sur les prix, en particulier à moyen terme.

La croissance économique de la zone euro a globalement stagné au premier semestre 2023, tandis que l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production a chuté en août – au rythme le plus rapide en près de trois ans – pour s'établir à 46,7. La production manufacturière devrait rester atone en raison de la poursuite du ralentissement de la demande d'exportations et des conditions de financement restrictives, tandis que le soutien passé apporté par les arriérés de commande a diminué. Les services ont jusqu'à présent apporté une contribution positive à la croissance en raison d'une augmentation de la demande dans les catégories nécessitant de nombreux contacts, mais des signes clairs de ralentissement sont apparus depuis juin. La détérioration des indicateurs tirés d'enquêtes a entraîné une réévaluation des perspectives relatives au PIB pour le second semestre 2023. Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, le PIB en volume devrait stagner au troisième trimestre 2023 et augmenter de 0,1 % au quatrième trimestre.

S'agissant de la demande intérieure, la consommation privée a stagné, tandis que l'investissement dans l'immobilier résidentiel, qui s'était inscrit sur une tendance baissière sur la majeure partie de l'année dernière, s'est contracté au deuxième trimestre. Les permis de construire délivrés pour des logements, un indicateur avancé de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, ont également diminué au deuxième trimestre et l'évaluation par les entreprises de leurs carnets de commandes est devenue plus pessimiste pour le troisième trimestre, indiquant une nouvelle contraction de l'investissement dans l'immobilier résidentiel sur la période à venir. La hausse des taux d'intérêt a déjà eu un impact visible sur cette composante de la demande. La croissance de l'investissement des entreprises, en excluant les droits de propriété intellectuelle irlandais compte tenu de leur volatilité, s'est nettement ralentie au deuxième trimestre, et les indicateurs tirés des enquêtes de la Commission européenne ainsi que l'indice des directeurs d'achat relatif à la production de biens d'équipement font état d'une baisse au second semestre de l'année.

À court terme, la consommation privée devrait rester faible, tandis que l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises devraient diminuer, en partie sous l'effet du resserrement de la politique monétaire. À terme, l'économie devrait se redresser, dans la mesure où

les revenus réels devraient augmenter, soutenus par un ralentissement de l'inflation, la hausse des salaires et un marché du travail dynamique, ce qui favorisera les dépenses de consommation. Toutefois, le resserrement de la politique monétaire et les conditions défavorables de l'offre de crédit qui se répercutent de plus en plus sur l'économie réelle freineront les niveaux d'activité. Le retrait progressif attendu du soutien budgétaire devrait également peser sur la croissance économique au cours des prochains trimestres.

Le marché du travail a jusqu'à présent bien résisté face au ralentissement de l'économie, mais il montre des signes de ralentissement. Le taux de chômage est resté à son plus bas historique de 6,4 % en juillet. Même si l'emploi a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre, les dernières données d'enquêtes laissent penser qu'il a frôlé la stagnation. La forte demande de main-d'œuvre a également commencé à se modérer, les indicateurs relatifs aux taux de vacance d'emploi s'inscrivant en baisse au cours des derniers mois. La croissance de la population active, qui a été la principale source de la croissance de l'emploi, s'est ralentie ces derniers mois. En raison du ralentissement de l'activité économique, les projections de septembre intègrent une hausse plus faible de l'emploi et une augmentation du chômage sur l'horizon de projection, alors qu'une nouvelle baisse était encore attendue dans les projections de juin. Les récents indices des directeurs d'achat (PMI) confirment le ralentissement de la dynamique de croissance de l'emploi, particulièrement notable dans les secteurs des services.

S'agissant des perspectives budgétaires, les projections de septembre intègrent des modifications relativement limitées, les projections budgétaires étant très incertaines, dans la mesure où les gouvernements n'ont pas encore arrêté leur budget pour l'année prochaine. Pour autant, au vu des intentions des gouvernements, les projections budgétaires impliquent une amélioration significative du solde primaire corrigé du cycle entre 2023 et 2024.

Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait s'établir à 0,7 % en 2023 (contre 3,4 % en 2022), 1,0 % en 2024 et 1,5 % en 2025. En particulier, les projections de septembre établies par les services de la BCE intègrent une révision à la baisse significative de l'investissement dans l'immobilier résidentiel et de l'investissement des entreprises pour 2024 et 2025, compte tenu du durcissement des conditions de financement et des effets liés à l'offre de crédit.

La croissance économique pourrait pâtir d'effets de la politique monétaire plus restrictifs qu'anticipé ou d'un affaiblissement de l'économie mondiale, dû par exemple à un ralentissement plus marqué de l'activité en Chine. 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 stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises.



S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les banques de la zone euro sont demeurées bien capitalisées au deuxième trimestre 2023 et ont enregistré des revenus nets d'intérêts satisfaisants ainsi que des coûts de provisionnement modérés. L'amélioration des ratios fonds propres/actifs s'explique par la baisse du total des actifs, sous l'effet de l'affaiblissement de la dynamique des prêts et de la contraction de la liquidité.

Les coûts de financement des banques ont continué d'augmenter, principalement en raison de la hausse des taux des dépôts et du marché monétaire. La réorientation progressive des fonds au détriment des dépôts à vue et au profit des dépôts à terme exerce une nouvelle pression à la hausse sur les coûts de financement. Les relèvements des taux d'intérêt de la BCE ont renforcé l'attractivité des dépôts à plus long terme par rapport aux dépôts à vue. Dans le même temps, la réduction du financement de banque centrale conduit les banques à recourir de plus en plus aux émissions de titres de créance.

Le resserrement de la politique monétaire continue de se transmettre fortement aux conditions de financement et affecte de plus en plus l'économie au sens large. S'agissant des contrats nouveaux, les taux débiteurs ont augmenté et les volumes de crédit ont continué de se contracter. Pour les entreprises, le coût de l'emprunt bancaire a continué d'augmenter fortement, atteignant 4,9 % en juillet, son niveau le plus élevé depuis 2008. Pour les ménages, le taux hypothécaire composite reste sur une trajectoire haussière et a dépassé 3,7 % en juillet, son plus haut niveau depuis début 2012.

Le canal de l'offre de crédit reste actif. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire montre des différences de transmission entre les secteurs d'activité, les entreprises du secteur de l'immobilier et de la construction subissant un durcissement des critères d'octroi et un affaiblissement de la demande plus marqués que les entreprises du secteur manufacturier et des services.

Les prêts aux entreprises et aux ménages sont demeurés atones en juin et juillet, dans un contexte de nouveau durcissement des critères d'octroi et de hausse des coûts de financement des banques. En juillet, les prêts aux ménages ont enregistré un flux négatif de 7 milliards d'euros, soit le niveau le plus bas jamais enregistré. Une part substantielle du resserrement de la politique monétaire devrait encore se répercuter sur les taux bancaires dans les prochains mois, avec l'arrivée à échéance d'un plus grand nombre de prêts à taux fixe et la hausse des coûts de financement à laquelle les banques seront confrontées à mesure qu'un plus grand nombre d'épargnants se reportent vers les dépôts à terme et les obligations bancaires à plus haut rendement. En phase avec le recul de la création de crédit, le taux de croissance annuel de M3 est devenu négatif en juillet (-0,4 %) pour la première fois depuis 2010 et devrait encore se ralentir au cours des prochains mois.

## 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 afin de renforcer la progression vers la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

Les données disponibles ont largement validé l'évaluation précédente des perspectives d'inflation par le Conseil des gouverneurs, tandis que la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont commencé à s'atténuer. En outre, les données indiquent que la transmission de la politique monétaire aux conditions de financement plus larges et à l'économie réelle se confirme très clairement.

Le ralentissement économique observé depuis mi-2022 devrait se poursuivre à court terme, et le niveau de PIB à la fin de l'horizon de projection serait considérablement inférieur aux prévisions antérieures. L'augmentation des capacités inutilisées qui en résulterait contribuerait davantage au processus de désinflation, tandis qu'une part importante du resserrement résultant des précédents relèvements des taux directeurs ne s'est pas encore matérialisée.

Plusieurs simulations fondées sur des modèles suggèrent qu'un taux de la facilité de dépôt de l'ordre de 3,75 % à 4,00 %, du moment qu'il est considéré comme maintenu pendant une durée suffisamment longue, devrait être compatible avec un retour de l'inflation vers sa cible au cours de l'horizon de projection. Les avis des experts externes sont également regroupés sur cet intervalle, qui correspond aussi à la valorisation des marchés.

Au vu de l'incertitude entourant les simulations fondées sur des modèles, les enquêtes auprès d'experts et les indicateurs de marché, le choix entre maintenir le taux de la facilité de dépôt à 3,75 % ou le porter à 4,00 % a été finement évalué. Toutefois, à la marge, il est plus prudent de décider d'une hausse supplémentaire, compte tenu de l'environnement très incertain et de la désinflation importante encore nécessaire pour revenir au plus tôt à la cible d'inflation.

Un relèvement supplémentaire des taux directeurs renforcerait l'avancée vers la cible pour deux raisons fondamentales. Premièrement, si l'économie évolue en ligne avec le scénario de référence des services de la BCE, la décision de relever les taux d'intérêt renforcerait la confiance dans le fait que l'inflation reviendra à sa cible au cours de l'horizon de projection. Deuxièmement, un taux d'intérêt plus élevé limiterait plus fortement l'amplification de tout choc à la hausse sur la trajectoire de l'inflation. Par conséquent, un rythme de désinflation plus sûr et une plus grande protection contre les risques de hausse renforceraient également l'ancrage des anticipations d'inflation, qui reste une condition préalable pour que le processus de désinflation se poursuive au même rythme.

Avec cette décision, les taux directeurs auront fait l'objet d'un relèvement cumulé de 450 points de base au cours des dix dernières réunions. Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs devrait considérer que les taux d'intérêt directeurs ont atteint des niveaux qui, maintenus

pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation vers sa cible. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs garantiront que les taux directeurs de la BCE soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Dans le même temps, le niveau élevé d'incertitude dans les deux sens autour du scénario de référence signifie que le Conseil des gouverneurs doit rester dépendant des données pour déterminer le niveau et la durée appropriés du caractère restrictif de son orientation monétaire.

Enfin, le maintien de la possibilité de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) comme première ligne de défense contre les risques de fragmentation continue d'être 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 ont pris note de la révision à la baisse des projections des services de la BCE concernant la demande extérieure adressée à la zone euro, les mauvaises surprises économiques en Chine étant partiellement compensées par des surprises positives aux États-Unis. Dans ce contexte, il a été rappelé que la performance de l'économie chinoise en matière de croissance aurait probablement des répercussions sur les prix mondiaux des matières premières et constitue donc un facteur de risque important pour les perspectives d'inflation dans la zone euro. L'attention a également été attirée sur la persistance de risques géopolitiques élevés, qui impliquent un degré exceptionnel d'incertitude autour des perspectives d'activité et d'inflation mondiales, notamment en ce qui concerne l'énergie et les produits alimentaires.

S'agissant des marchés des matières premières, les prix du pétrole ont augmenté de manière significative à la suite de la prolongation par l'Arabie Saoudite et la Russie de leurs réductions de production pour le reste de l'année. Dans le même temps, des points de vue différents ont été exprimés quant à la persistance qu'aurait l'impact de ces chocs.

D'une part, il a été avancé qu'une véritable transformation est à l'œuvre sur les marchés de l'énergie, les fournisseurs essayant de maximiser leurs revenus par des réductions de production, dans la perspective de la transition énergétique mondiale. Cela pourrait exercer des tensions haussières persistantes sur les prix de l'énergie pour les années à venir. En outre, il a été souligné que le changement climatique pourrait entraîner une série de nouveaux chocs d'offre défavorables, avec une fréquence beaucoup plus élevée d'événements météorologiques extrêmes entraînant la destruction

des récoltes et des terres agricoles. Cela affectera probablement surtout les prix de l'énergie et des produits alimentaires, qui tendent à être particulièrement importants pour les consommateurs, avec comme conséquence un effet démesuré sur les anticipations d'inflation des ménages et, par conséquent, sur les négociations salariales.

D'autre part, il a été mentionné que la hausse des prix du pétrole, ou du moins une partie de cette hausse, pourrait s'avérer temporaire et ce, pour trois raisons. Premièrement, la hausse est due à une réduction de l'offre de la Russie et de l'Arabie Saoudite, dans une tentative d'éviter une baisse de leurs revenus due à un possible affaiblissement de la demande mondiale de pétrole. Deuxièmement, le commerce mondial de biens se ralentit et la production de biens est plus énergivore que le secteur des services. Troisièmement, la demande de pétrole est susceptible de s'affaiblir considérablement en raison du ralentissement de l'économie chinoise. En outre, le dernier choc énergétique pourrait également être considéré comme la répercussion d'une perturbation plus importante. Il est clairement beaucoup moins prononcé que le choc énergétique de 2021-2022, qui était dû en très grande partie à deux problèmes principaux : la pandémie de coronavirus (COVID-19) et la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. Dans ce contexte, une certaine prudence a été exprimée quant à l'évolution des marchés européens du gaz, où la volatilité s'est accrue et où les niveaux de prix sont plus élevés et plus vulnérables aux mouvements de hausse que dans les autres grandes économies. Il a également été rappelé que dans un contexte où les chocs sur l'offre d'énergie et de produits alimentaires dominant, quelle que soit leur persistance, il est important de faire la distinction entre chocs sur le niveau des prix et chocs d'inflation.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés avec M. Lane sur le fait que la croissance devrait rester modérée au cours des prochains mois. Elle a globalement stagné au premier semestre de l'année, et les indicateurs récents suggèrent qu'elle a également été faible, voire qu'elle s'est contractée, au troisième trimestre. La baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et l'incidence de conditions de financement restrictives freinent l'activité, notamment via un recul de l'investissement. L'activité dans le secteur des services, qui avait bien résisté jusqu'à présent, s'affaiblit également. À terme, la dynamique économique devrait se redresser avec l'augmentation attendue des revenus réels – favorisée par la diminution de l'inflation, la hausse des salaires et un marché du travail dynamique – ce qui soutiendra les dépenses de consommation. Le marché du travail est demeuré résilient jusqu'à présent malgré le ralentissement de l'économie. Cependant, le secteur des services, qui a été un moteur essentiel de la croissance de l'emploi depuis mi-2022, crée désormais moins d'emplois.

Les membres du Conseil ont largement reconnu que les perspectives de croissance à court terme sont plus faibles que prévu. Les indicateurs relatifs au climat des affaires, à savoir les indices des directeurs d'achat, font état de perspectives économiques fragiles, alors que le ralentissement de

l'activité en Chine et la hausse des prix de l'énergie devraient exercer une pression à la baisse sur l'activité économique. L'affaiblissement de l'activité signifie que l'économie frôlait la récession. Même si les indicateurs qualitatifs sont devenus moins fiables que par le passé, l'ampleur de leur détérioration est telle que le contenu en information relatif aux perspectives est encore important. Les données quantitatives ont également été clairement décevantes, même si elles ont été évaluées comme étant plus résistantes que les premières estimations pour le troisième trimestre. Depuis le quatrième trimestre 2022, la croissance trimestrielle du PIB est globalement stationnaire. Selon les premières indications pour le troisième trimestre 2023, la croissance du PIB devrait être à nouveau bien inférieure à ce qui était prévu. Les anticipations des marchés financiers relatives à la croissance se sont également détériorées, comme l'indique la pente négative de la courbe des rendements.

Ces données décevantes ont également été la principale raison de la révision à la baisse des projections établies par les services de la BCE. L'ampleur de la révision des projections de croissance a été jugée très importante, avec une révision cumulée à la baisse proche de 1 % du niveau du PIB à la fin de l'horizon de projection. Elle a été presque aussi importante que la révision à la baisse de juin 2022, lorsque l'effet estimé de la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine (– 1,2 %) a été intégré pour la première fois dans les projections. Les dernières révisions se sont principalement concentrées sur le troisième et le quatrième trimestre 2023, les projections pour la croissance trimestrielle en 2024 et en 2025 étant globalement similaires à celles de juin établies par les services de l'Eurosystème. La prise en compte de la révision à la baisse d'Eurostat, qui a ramené la croissance à 0,1 % au deuxième trimestre 2023 (au lieu de 0,3 % dans l'estimation initiale incluse dans les projections de septembre établies par les services de la BCE), amène mécaniquement à une croissance plus faible pour l'année en cours. En outre, les modèles de prévision en temps réel (*nowcasting*) suggèrent un taux de croissance plus faible que ce qui est envisagé dans le scénario de référence pour le troisième trimestre de cette année, de sorte que les risques pesant sur la croissance en 2023 ont ainsi été jugés comme étant orientés à la baisse.

Avec le recul, le sentiment s'est imposé que les projections de juin avaient été trop optimistes concernant la vigueur de la reprise économique en 2023. En particulier, il a été soutenu que les projections relatives à la consommation et à l'investissement semblaient trop optimistes à un moment où la contribution à l'expansion économique du solde commercial était proche de zéro. Selon les indices des directeurs d'achat, la contraction du secteur manufacturier s'est propagée au secteur des services. Cela mérite d'être souligné, car, si, pendant l'été, le secteur des services s'est montré très dynamique s'agissant du tourisme, cela suggère que d'autres parties du secteur des services pourraient maintenant connaître une activité plus faible. Par ailleurs, il a été affirmé qu'une transmission monétaire plus forte que prévu pourrait expliquer en partie la révision à la baisse de la croissance, car il semble que les secteurs qui devraient être les plus touchés par la politique monétaire sont ceux dont la croissance a été effectivement plus faible.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

À l'avenir, l'optimisme quant à un rebond de la consommation privée intégré dans le scénario de référence au-delà de 2023 pourrait être remis en cause, compte tenu d'une décélération prolongée de la croissance du crédit annuel. Le canal du crédit a été jugé particulièrement important pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises, pour lesquels l'activité s'est sensiblement ralentie au cours des derniers trimestres et a été effectivement fortement révisée à la baisse sur l'horizon de projection. L'affaiblissement des perspectives d'investissement intégré dans les projections a été jugé préoccupant, étant donné le besoin d'investissement public et privé en Europe lié aux transitions écologique et numérique. Cependant, il a également été avancé que l'affaiblissement de l'investissement prévu dans les projections résulte en grande partie des jugements des services de l'Eurosystème et de la BCE sur les effets du durcissement des conditions de l'offre de crédit, dont l'importance devrait être remise en cause. Les effets négatifs d'un resserrement accru de la politique monétaire sur l'investissement pourraient également peser sur la croissance de la productivité et, au final, pousser les coûts unitaires de main-d'œuvre à la hausse, créant un cercle vicieux. En outre, des éléments indiquent qu'une grande partie du resserrement de la politique monétaire n'a pas encore fait sentir ses effets, et il a été avancé que cela pourrait comprimer la demande plus que prévu actuellement. Dans le même temps, il a été indiqué que l'essentiel du durcissement des conditions financières s'est déjà produit en 2022, ce qui pourrait impliquer que l'impact du resserrement monétaire pourrait atteindre rapidement son pic.

Dans l'ensemble, il a été néanmoins estimé qu'il serait raisonnable de s'attendre à ce qu'une reprise économique se mette progressivement en place, grâce à un redressement des revenus réels résultant de la hausse des salaires et d'un marché du travail robuste, ce qui devrait soutenir les dépenses de consommation. Dans ce contexte, il a été rappelé que la reprise économique prévue n'est pas incompatible avec un impact croissant l'an prochain du resserrement monétaire, car il s'agit toujours d'une reprise après cinq trimestres de croissance proche de zéro.

La question a également été posée de savoir dans quelle mesure la nature du ralentissement économique actuel est purement conjoncturelle. Des signes indiquent que la tendance de la productivité s'est déplacée vers le bas, ce qui pourrait, au moins en partie, être permanent. Il est également concevable que le niveau plus élevé et la volatilité des prix de l'énergie laissent des séquelles permanentes dans certains secteurs de l'économie. En distinguant les secteurs à forte intensité énergétique et ceux à faible intensité énergétique, l'affaiblissement de la croissance provient essentiellement des secteurs de l'économie à forte intensité énergétique, ce qui pourrait laisser penser à des déterminants structurels sous-jacents. Un ralentissement structurel de cette nature pourrait affecter la production potentielle et l'évaluation de la sous-utilisation des capacités productives, et exercer finalement un effet à la hausse sur l'inflation. Dans ce contexte, il a été mentionné que, si les dernières révisions des perspectives d'activité et d'inflation pouvaient être

qualifiées de « stagflationnistes », la situation sur le marché du travail est bien plus favorable que dans les années 1970, lorsque le terme a été créé.

S'agissant du marché du travail, il a été noté que les projections de septembre contiennent désormais une hausse limitée du taux de chômage, contrairement à la baisse continue toujours intégrée dans les projections de juin, les marchés du travail restant néanmoins relativement tendus sur l'ensemble de l'horizon. Si l'on examine le ratio de sacrifice, qui mesure le coût de la réduction de l'inflation en termes de production et d'emploi, implicite dans les projections, le coût de réduction d'une importante poussée de l'inflation sous la forme d'une hausse du chômage est apparu remarquablement favorable. Dans l'ensemble, on peut raisonnablement dire que les projections sont restées en ligne avec un atterrissage en douceur. Dans le même temps, il a été souligné que les indicateurs actuels et la perspective favorable d'une « désinflation (presque) immaculée » ne devraient pas inciter à relâcher la vigilance quant à la vigueur du marché du travail. Il a été indiqué que, durant les récessions, la baisse de l'emploi est généralement obtenue par la diminution du nombre d'embauches et non par la hausse des licenciements. Le ralentissement actuel du nombre de nouvelles embauches devrait donc être considéré comme un signal négatif auquel il convient de rester attentif. De plus, il a été remarqué que, si l'emploi est resté solide jusqu'à présent, cela s'explique en partie par la persistance des dispositifs de maintien de l'emploi. Ces dispositifs ont permis aux entreprises de conserver une main-d'œuvre bon marché et moins productive. Cependant, cette stratégie ne pourra pas durer si l'activité économique ne parvient pas à se redresser, auquel cas les entreprises passeraient d'une stratégie de maintien de sureffectifs à des réductions d'effectif. Pour le moment, le marché du travail apparaît toujours globalement tendu d'un point de vue conjoncturel. Cependant, il a probablement été également affecté par des changements structurels, tels qu'une réduction du nombre d'heures travaillées.

S'agissant du marché immobilier, il a été souligné qu'après le resserrement de la politique monétaire, le nombre de transactions a fortement diminué, alors que l'ajustement des prix de l'immobilier est jusqu'à présent resté assez modéré. Dans ce contexte, il a été souligné que, dans certains pays, les transactions immobilières ont déjà recommencé à augmenter, vraisemblablement en raison d'une moindre incertitude concernant la trajectoire future des taux d'intérêt. En effet, bien qu'il y ait eu un ajustement massif des taux hypothécaires auparavant, ils sont restés plus ou moins stables à ce niveau plus élevé depuis un certain temps, de sorte que les ménages se sont sentis à nouveau confiants pour entrer sur le marché de l'immobilier.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique étaient orientés à la baisse. La croissance pourrait pâtir d'effets de la politique monétaire plus restrictifs qu'anticipé ou d'un affaiblissement de l'économie mondiale, dû par exemple à un ralentissement plus marqué de l'activité en Chine. 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.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane et ont souligné que, si l'inflation totale a nettement diminué, l'inflation devrait encore être trop élevée sur une période trop longue, l'inflation totale pour 2023 et 2024 dans les projections de septembre établies par les services de la BCE ayant été révisée à la hausse par rapport aux projections de juin. Ce n'est que fin 2025 que l'inflation devrait revenir pour la première fois au-dessous de 2 %, ce qui a été considéré comme très tardif et semble résulter d'un effet de base lié à l'augmentation des prix de l'énergie. De plus, la trajectoire de désinflation progressive intégrée dans les projections de septembre apparaît toujours fragile et tributaire d'un nombre d'hypothèses favorables, à savoir un retournement des tensions sur les salaires, une compression des bénéfices unitaires et une trajectoire baissière des prix de l'énergie. Il a également été observé qu'une mise à jour mécanique des projections pour inclure l'augmentation des prix du pétrole et l'affaiblissement de l'euro observé depuis la date d'arrêt suggère que l'inflation totale ne reviendrait plus à un niveau inférieur à la cible de la BCE à la fin de l'horizon.

Dans un contexte de sous-estimations récurrentes de l'inflation au cours de l'année passée, et malgré des perspectives plus assombries pour l'économie réelle, d'importantes tensions à la hausse sur l'inflation semblent encore s'exercer. En particulier au vu des évolutions récentes sur le marché de l'énergie, il est trop tôt pour considérer le processus projeté de désinflation comme étant ancré. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale a surpris à la hausse en août, demeurant à un niveau encore très élevé. Cette évolution a contribué à une révision à la hausse dans les projections de septembre établies par les services de la BCE, tout comme d'autres facteurs tels que des hypothèses moins favorables concernant les prix de l'énergie. Malgré l'affaiblissement de l'économie, les données relatives à l'inflation ne donnent pas encore suffisamment l'assurance que l'inflation reviendra rapidement à sa cible, le « dernier kilomètre » promettant d'être particulièrement difficile. Dans le même temps, les indicateurs relatifs au momentum de l'inflation sont bien inférieurs aux taux d'inflation annuels, aussi bien pour l'inflation totale que pour l'inflation *core*. Cependant, il a été souligné que le momentum de plusieurs composantes de l'inflation a légèrement rebondi récemment et qu'il est resté bien supérieur à la cible d'inflation à moyen terme. Il a été avancé que l'inflation *core* demeure rigide et que les précédents progrès rapides de l'inflation totale s'estompent de plus en plus à mesure que les effets de base liés à l'énergie disparaissent ou même s'inversent.

S'agissant des tensions en amont, comme le montre l'évolution des prix à la production et des coûts des consommations intermédiaires, y compris des prix mondiaux des matières premières alimentaires, l'image d'un recul des tensions sur les prix « en amont » reste globalement intacte. Cependant, il a été souligné que des éléments montrent une asymétrie dans la transmission de la hausse et de la baisse



des coûts des consommations intermédiaires sur les prix à la consommation. Il a été fait référence aux résultats de certains pays qui indiquent que la part des entreprises ayant baissé les prix augmente maintenant que les coûts des consommations intermédiaires diminuent et, pour la première fois dans le cycle d'inflation actuel, cette part a dépassé celle des entreprises ayant augmenté les prix, ce qui montre que le processus de désinflation progresse. Cependant, la remarque a été faite que, en dépit de cet accroissement, la part des entreprises ayant baissé les prix demeure inférieure à la part des entreprises qui ont augmenté les prix lors de la hausse des coûts des consommations intermédiaires. Cette asymétrie dans la transmission a également une incidence sur le ratio de sacrifice, c'est-à-dire que la courbe de Philips serait plus plate lorsque l'inflation diminue que lorsqu'elle augmente. Le fait que les prix sont moins fréquemment modifiés ralentit la transmission de la baisse des coûts des consommations intermédiaires.

S'agissant de l'impact de la dernière hausse des prix de l'énergie sur l'inflation, il a été généralement estimé qu'elle devenait plus difficile à évaluer. D'une part, le rebond des prix du pétrole, en particulier, pourrait constituer un choc plus durable et, ainsi, affecter les salaires et les prix de façon plus persistante. D'autre part, la demande étant faible et la politique monétaire en territoire restrictif, les effets du choc énergétique sur l'inflation totale seront probablement différents, dans l'ensemble, des effets observés récemment, et transitoires ou moins persistants. Dans un contexte d'inflation volatile résultant de chocs fréquents sur l'offre d'énergie et de produits alimentaires, la question essentielle est de savoir dans quelle mesure ces chocs affecteront les perspectives d'inflation à moyen terme. À court terme, ils vont clairement accentuer l'inflation. Cependant, comme ces chocs pèsent sur les revenus réels, ils vont également entraîner un tassement de la demande et une moindre utilisation des capacités productives, impliquant un effet désinflationniste à moyen terme. Il a ainsi été jugé essentiel de faire une distinction entre les chocs ponctuels sur le niveau des prix et l'effet de tels chocs se traduisant par une dynamique d'inflation présentant une pertinence à moyen terme.

Il a également été noté qu'une incertitude particulière pèse sur les perspectives relatives à l'orientation budgétaire au cours de l'année à venir en raison des incertitudes entourant le cadre de gouvernance budgétaire européen. Des données en provenance de certains pays suggèrent que les déficits budgétaires pourraient bien être plus importants que prévu dans le scénario de référence des projections, ce qui aurait une incidence sur les perspectives d'inflation.

Les dernières évolutions de l'inflation *core* ont été décrites comme encourageantes. Au cours des derniers mois, l'inflation *core* a largement évolué comme projeté. Plus largement, la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente semblent avoir atteint un pic ou se sont stabilisés. Cependant, tel n'est pas le cas pour l'indicateur d'inflation intérieure, qui reste solide et reflète probablement des tensions plus persistantes sur les prix des services, qui ont un contenu en salaires élevé.

Les membres du Conseil ont rappelé que les tensions sur les salaires sont essentielles pour comprendre les tensions inflationnistes à moyen terme. Il a été généralement reconnu que les évolutions récentes des salaires sont restées cohérentes avec les projections récentes des services de la BCE et que les premiers signes d'un pic imminent des tensions sur les salaires sont apparus. Dans le même temps, il a été souligné qu'il n'existait pas encore d'éléments solides attestant d'un retournement de la dynamique des salaires, et des données quantitatives (*hard data*) suffisantes sur les accords salariaux et la rémunération des salariés ne devraient sortir qu'au printemps 2024. Dans ce contexte, il a été rappelé que les marchés du travail, et la fixation des salaires en particulier, reposent beaucoup sur les cadres institutionnels nationaux. Dans certains pays, la fixation des salaires comporte une forte composante rétrospective, par exemple par le biais de l'indexation des salaires ou des allocations versées au titre de l'augmentation du coût de la vie. Dans d'autres pays, la composante rétrospective est beaucoup plus faible, ce qui entraîne inévitablement des écarts de salaire d'un pays à l'autre. Au cours des deux derniers trimestres, il n'y a pas eu d'importantes erreurs de projection concernant les salaires, un point très important puisque l'un des principaux risques pour l'inflation est que la croissance des salaires soit plus élevée ou plus persistante qu'intégré dans les projections. Jusqu'à présent, les données sur les salaires ont globalement confirmé les indications obtenues des indicateurs prospectifs tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE. La remarque a également été faite que, tout récemment, les bénéfices unitaires ont été inférieurs à ce qui était prévu. Ce constat est important, car, selon l'une des principales hypothèses émises dans la projection d'une trajectoire baissière de l'inflation, une baisse progressive de la contribution des bénéfices unitaires au déflateur du PIB contrebalancerait un redressement des salaires réels et une croissance solide des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Dans le même temps, il a été souligné que les récentes hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre ont résulté non seulement de l'augmentation des salaires, mais également d'une croissance de la productivité du travail plus faible que prévu. D'une part, il a été mentionné qu'une faible croissance de la productivité du travail devrait être en grande partie de nature temporaire, en raison du maintien de sureffectifs. Il n'est pas surprenant que la croissance de la productivité du travail soit faible, compte tenu du ralentissement économique en cours et de la procyclicité de la productivité du travail. Cependant, le maintien de sureffectifs est nécessairement un phénomène temporaire. Si l'économie reste faible, les entreprises commenceront à supprimer des emplois, ce qui entraînera une hausse de la productivité, une baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre et une atténuation des tensions inflationnistes. Si la croissance du PIB devait plutôt s'accélérer, on pourrait s'attendre à une amélioration conjoncturelle de la productivité du travail. Globalement, il serait plausible de s'attendre à un rebond de la croissance de la productivité à court terme, qui limiterait les coûts de main-d'œuvre et l'inflation. D'autre part, il convient de reconnaître que les changements structurels sur le marché du travail, tels que la diminution du nombre moyen d'heures travaillées, ont potentiellement un impact

permanent sur la productivité du travail, sur les coûts unitaires de main-d'œuvre et, au final, sur les prix.

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. Il a été largement reconnu que, en se fondant sur les taux des ILS corrigés de la prime de risque d'inflation, les véritables anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché sont restées globalement stables depuis mi-2022, ce qui est considéré comme une importante réussite des décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs. Cette mesure estimée des véritables anticipations d'inflation a peu augmenté malgré les chiffres élevés de l'inflation, bien qu'il faille toutefois se garder de tout excès de confiance.

S'agissant des nouveaux chocs sur les prix des matières premières, il est clair que la politique monétaire se trouve aujourd'hui dans une situation complètement différente de celle observée lors des premiers chocs sur les prix de l'énergie en 2021-2022. Dans le même temps, il y a des signaux d'alerte, aussi bien dans les enquêtes que sur les marchés financiers, certains indicateurs – tels que la mesure des anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans – ayant légèrement augmenté malgré l'affaiblissement de l'économie. Cela suggère qu'un ralentissement de la croissance économique pourrait ne pas suffire à maîtriser les tensions sous-jacentes sur les prix, ce qui pourrait être considéré comme un signal d'alerte que les risques de désancrage des anticipations d'inflation demeurent élevés. La hausse de la compensation de l'inflation extraite des instruments de marché pourrait résulter du risque que des chocs d'offre se produisent plus souvent à l'avenir. Elle reflète principalement les primes de risque, signalant ainsi la crainte des investisseurs que l'inflation se révèle être plus élevée que la cible de la BCE. De plus, dans l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), l'indicateur relatif à la balance des risques est toujours clairement orienté à la hausse. Ainsi, même si l'inflation totale moyenne anticipée demeure stable, des risques à la hausse sont toujours présents dans les enquêtes sur les anticipations d'inflation. Cette distribution asymétrique de l'inflation anticipée, ainsi que le niveau élevé des primes de risque d'inflation, suggèrent qu'un ancrage durable des anticipations d'inflation ne devrait pas être considéré comme acquis. Si la population s'attend à des chocs répétés poussant l'inflation au-dessus de 2 %, il est probable que cela finisse par s'enraciner dans les anticipations d'inflation, ce qui pourrait en conséquence affecter les salaires, éloignant l'inflation de sa cible.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que des risques à la hausse pesaient encore sur l'inflation en raison d'éventuelles nouvelles tensions sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires. De mauvaises conditions météorologiques, et l'évolution de la crise climatique plus généralement, pourraient entraîner des augmentations des prix des produits alimentaires supérieures

aux anticipations. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible de 2 % ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient aussi alimenter une accélération 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 dégradation de l'environnement économique hors zone euro, atténuerait les tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. Dans le même temps, il a également été avancé que les risques pesant sur l'inflation étaient devenus équilibrés, la plupart des analyses suggérant que l'inflation évoluait globalement comme prévu, ou même que les risques s'orientaient à la baisse.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Le resserrement de la politique monétaire continue de se transmettre fortement aux conditions de financement au sens large. Le financement des banques s'est de nouveau renchéri, dans la mesure où les épargnants substituent aux dépôts à vue des dépôts à terme plus rémunérateurs et où les opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO) de la BCE prennent fin progressivement. Les taux moyens des prêts aux entreprises et des prêts hypothécaires ont continué d'augmenter.

L'attention a été attirée sur le fait que la dynamique du crédit s'est encore affaiblie, avec une baisse du taux de croissance annuel des prêts consentis aux entreprises et aux ménages. Dans un contexte de faible activité de prêt et de réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème, la croissance monétaire s'est fortement ralentie. En particulier, les mesures du momentum (c'est-à-dire les taux de croissance annualisés sur les trois derniers mois) montrent une décélération très rapide des agrégats monétaires et de crédits, ce qui n'avait été observé auparavant que pendant la crise financière mondiale et la crise de la dette souveraine. La baisse de l'activité de prêt reflète probablement la combinaison du recul de la demande de prêts et du durcissement de l'offre de crédit par les banques, les contributions respectives de ces deux facteurs étant difficiles à distinguer.

Il a été mentionné que les évolutions du crédit reflétaient principalement la faiblesse de la demande de prêts et demeuraient globalement en ligne avec les tendances historiques de la transmission de la politique monétaire, tandis que peu d'éléments indiquaient que les contraintes pesant sur l'offre de crédit jouaient un rôle. Outre les effets antérieurs de la politique monétaire et la détérioration des perspectives macroéconomiques, la baisse de la demande pourrait également refléter le fait que les entreprises disposent encore d'importants volants de liquidités accumulés au cours des périodes d'incertitude accrue liées, dans un premier temps, à la pandémie et, plus récemment, à la crise énergétique. Cela pourrait suggérer qu'elles ont moins besoin de financement externe. Il a été souligné que les banques se trouvaient dans une situation favorable leur permettant de prêter davantage si la demande de prêts augmentait. En particulier, les banques dont le bilan présente un non-appariement des durations – car elles avaient fixé des taux bas sur leurs portefeuilles de prêts

avant la hausse des coûts de financement – sont également fortement incitées à satisfaire une éventuelle augmentation de la demande d'emprunteurs solvables afin de soutenir leur rentabilité future. De plus, il a été souligné que les bilans des banques étaient solides, comme le montrent leurs ratios de fonds propres élevés, les bas niveaux des prêts non performants et leur rentabilité robuste. D'un point de vue microprudentiel, les revenus d'intérêts nets des banques se sont ajustés favorablement aux taux plus élevés, atténuant ainsi les inquiétudes relatives à des effets préjudiciables des augmentations de taux pour les banques.

Cela a soulevé la question de savoir pourquoi les banques durcissent les critères d'octroi de crédit, comme le montre l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Sur la base de données ponctuelles, il a été suggéré que, malgré la solidité des fondamentaux, les banques sont devenues prudentes dans l'octroi de crédits parce qu'elles se préoccupent de la liquidité, en particulier au vu des perturbations survenues dans le secteur bancaire en mars 2023. Si les banques n'ont pas subi de contraintes de liquidité, les anticipations relatives aux niveaux globaux d'excédent de liquidité ont diminué tout au long de l'année. Les banques ont été confrontées au déplacement des dépôts à vue vers les dépôts à terme, qui sont mieux rémunérés, ainsi qu'au retrait des TLTRO. Il est possible que ces évolutions aient rendu les banques plus prudentes. En outre, il a été avancé que, même si une grande partie du ralentissement de la croissance du crédit pouvait jusqu'à présent être attribuée à des facteurs de demande, il existe un risque que les conditions du crédit se durcissent davantage avec l'accentuation des restrictions sur l'offre.

Dans ce contexte, il a été avancé que la transmission du resserrement de la politique monétaire via les prix (taux d'emprunt) et les quantités (volumes de crédit) depuis le premier relèvement des taux en juillet 2022 était à la fois beaucoup plus forte et plus rapide que ce qui était prévu, et que ce qui est généralement pris en compte par les modèles macroéconomiques. La remarque a été faite que la transmission des décisions passées en matière de taux d'intérêt différait considérablement d'un pays à l'autre. Les pays où la part des prêts hypothécaires à taux variable est élevée et où le secteur de la construction est important ont connu une transmission très rapide et un ralentissement durable de l'activité économique. Dans d'autres pays, où les prêts hypothécaires à taux fixe sont répandus ou l'accession à la propriété plus limitée, la transmission pourrait être plus lente. Cela suggère qu'une grande partie de la transmission des hausses passées de taux d'intérêt ne s'est pas encore fait sentir.

Toutefois, il a été avancé que le cycle de resserrement avait commencé bien avant les hausses de taux d'intérêt, et que la prise en compte de ce fait, ainsi que celle de la fin des achats nets d'actifs, suggère une transmission davantage en ligne avec les moyennes historiques. Il a également été soutenu que, si l'impact sur les taux et les volumes de prêts semble en effet exceptionnellement fort, cela reflète simplement la transmission régulière de variations de taux d'intérêt exceptionnellement importantes et rapides, plutôt qu'une modification des régularités historiques en relation avec chaque

unité de relèvement des taux. L'attention a également été attirée sur le fait que la transmission aux taux appliqués aux dépôts bancaires était actuellement encore faible.

## 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 du Conseil ont estimé que les conditions de financement globales se sont de nouveau durcies depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 26 et 27 juillet, la transmission de la politique monétaire à des conditions de financement au sens large et à l'économie réelle s'étant nettement confirmée. La courbe à terme des taux sans risque est restée globalement inchangée par rapport aux niveaux observés avant la précédente réunion de politique monétaire. Cela pourrait refléter l'évaluation, par les intervenants de marché, d'un affaiblissement de la croissance dans un contexte d'inflation toujours élevée. Les taux d'intérêt réels à long terme sont également demeurés globalement stables dans la zone euro.

Il a été souligné que l'incertitude entourant les perspectives restait exceptionnellement élevée. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont évalué les données devenues disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire conformément aux trois principaux éléments de sa « fonction de réaction » communiqués par le Conseil des gouverneurs plus tôt dans l'année. Celles-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.

S'agissant de l'évolution des prix, 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 comme prévu. L'inflation totale a diminué en juillet, mais a marqué le pas en août en raison de la hausse des prix de l'énergie. Dans le même temps, des signes encourageants sont ressortis du fait que les chiffres de l'inflation *core* n'ont plus surpris à la hausse au cours des derniers mois. Si les projections établies par les services de la BCE en matière d'inflation ont été révisées à la hausse en septembre pour 2023 et 2024, elles ont été révisées à la baisse pour 2025, même si l'inflation ne devrait atteindre la cible qu'au cours du dernier trimestre de cette année. Toutefois, il a été rappelé que le Conseil des gouverneurs se concentrait sur l'inflation à moyen terme, de sorte que la légère révision à la hausse des projections d'inflation à court terme ne doit pas inquiéter outre mesure, tant que l'écart par rapport à la cible ne se répercute pas sur les anticipations d'inflation et n'entraîne pas d'effets de second tour sur les salaires et les bénéfices. De même, les effets de base sur l'inflation au cours des prochains mois devraient temporairement faire diminuer l'inflation, sans répercussions sur les perspectives d'inflation à moyen terme, même si ce profil est susceptible de soulever des difficultés en matière de communication. Dans l'ensemble, les risques pesant sur l'inflation sont devenus plus équilibrés, la demande s'étant nettement affaiblie et la politique monétaire

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

étant clairement en territoire restrictif. Cela étant, une nouvelle augmentation des prix de l'énergie et la possibilité que des chocs à la hausse sur les prix de l'énergie se produisent plus souvent à l'avenir pourraient pousser l'inflation à la hausse. En outre, le risque de sous-estimer la persistance de l'inflation et d'effets de second tour liés aux salaires est toujours présent.

Les membres du Conseil ont considéré que la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente s'inscrivent désormais plus clairement sur une trajectoire modérément baissière et se rapprochent les uns des autres. L'inflation domestique, qui continue d'augmenter, constitue une exception. En ce qui concerne la croissance des salaires, des signes limités indiquent qu'elle commence à s'infléchir, même si les informations quantitatives relatives à un point d'inflexion font encore défaut pour le moment. Dans le même temps, les profits unitaires ont été plus faibles que ne l'indiquaient les projections antérieures, ce qui suggère que la hausse des tensions sur les salaires pourrait être en partie absorbée par les entreprises au fil du temps, ce qui constitue, dans les projections, une hypothèse importante qui sous-tend la modération prévue du déflateur du PIB, malgré une révision à la hausse pour 2023 liée à l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre.

S'agissant de l'évaluation de la transmission de la politique monétaire, les membres du Conseil ont noté qu'il était désormais largement attesté qu'elle se poursuivait avec vigueur, plus encore que prévu. Si cela peut en partie refléter la hausse exceptionnellement forte des taux d'intérêt directeurs, l'analyse réalisée par les services de la BCE suggère que l'impact est allé au-delà du profil de transmission habituel. En outre, une part importante de la transmission des taux d'intérêt ne s'est pas encore matérialisée et devrait freiner l'activité économique ainsi que l'inflation sur l'horizon de projection. D'une part, la remarque a été faite que les effets du resserrement de la politique monétaire pourraient encore s'accroître au fil du temps et s'étendre bien au-delà de 2025. D'autre part, le cycle de resserrement ayant commencé depuis longtemps (avant le relèvement des taux directeurs en juillet 2022), son impact pourrait également s'atténuer avec le temps, sur la base des délais de transmission habituels.

Il a été souligné que les anticipations d'inflation constituaient un canal important de transmission de la politique monétaire. Le fait d'avoir pu maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation, malgré la longue période pendant laquelle l'inflation a été supérieure à la cible, a été considéré comme une réalisation majeure. Dans le même temps, il a été rappelé que les mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché demeuraient élevées, ce qui rend cette réalisation fragile. Le risque subsiste que l'inflation reste trop longtemps supérieure à la cible, aussi convient-il de rester humble et prudent.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil sont convenus que l'inflation devrait encore rester trop forte sur une trop longue période. Dans le même temps, le cycle de la politique monétaire a atteint un stade où les risques d'un resserrement trop important et ceux d'un resserrement trop faible sont devenus

plus équilibrés. En particulier, les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent dans une fourchette de niveaux qui, maintenus sur une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation à la cible de la BCE. Cette évaluation est corroborée par des simulations fondées sur des modèles, des enquêtes auprès d'experts et la valorisation du marché, qui suggèrent que les configurations avec un taux de la facilité de dépôt aux alentours de 3,75 % à 4,00 %, du moment qu'il est considéré comme maintenu sur une durée suffisamment longue, devraient être cohérentes avec un retour de l'inflation à la cible sur l'horizon de projection. Compte tenu de la forte incertitude, les membres du Conseil ont souligné que choisir entre relever les taux et faire une pause était délicat et que des considérations tactiques jouaient également un rôle.

Cette situation s'est également reflétée dans la courbe des taux à terme, ce qui suggérait que la probabilité de relever les taux et la probabilité de faire une pause lors de la réunion de septembre étaient réparties de façon relativement égale depuis un certain temps, comme cela avait été le cas pour les anticipations des analystes, telles que ressortant notamment de l'enquête auprès des analystes monétaires.

## Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, même si la décision a été généralement perçue comme délicate, les membres du Conseil ont dans leur grande majorité apporté leur soutien à la hausse de taux de 25 points de base proposée par M. Lane.

Ces membres ont souligné les niveaux toujours élevés de l'inflation et le fait qu'une hausse des taux signalerait une forte détermination du Conseil des gouverneurs à ramener l'inflation au plus tôt vers la cible. L'horizon auquel l'inflation devrait être ramenée à 2 % ne doit pas se prolonger au-delà de 2025. Selon les dernières projections établies par les services de la BCE, on s'attend à ce que cela soit le cas, même si à cet horizon l'inflation aura été supérieure à la cible depuis plus de quatre années consécutives. Par conséquent, s'empressement de faire une pause dès que la décision devenait délicate aurait pu d'être interprété comme un affaiblissement de la détermination de la BCE, en particulier à un moment où l'inflation totale et l'inflation *core* dépassaient 5 %.

L'accent a également été mis sur les révisions à la hausse des projections d'inflation totale sur les deux premières années de l'horizon de projection et sur le fait que les projections reposaient sur les taux d'intérêt de marché, lesquels intègrent une nouvelle hausse des taux d'ici la fin de l'année. En outre, bien que des données provisoires suggèrent que la croissance des salaires est proche d'un pic, des éléments supplémentaires sont nécessaires pour pouvoir dire avec certitude qu'elle change de direction. Par ailleurs, il existe un risque que la trajectoire de l'inflation intégrée dans les projections soit fragile et que sous l'effet de chocs d'offre supplémentaires l'inflation continue de dépasser la cible



plus longtemps, ce qui pourrait se répercuter sur les anticipations d'inflation. De nouveaux événements liés au climat risquent également de pousser les prix des produits alimentaires à la hausse. Par conséquent, le nouveau relèvement des taux contient également un élément d'assurance contre le risque toujours élevé de voir l'inflation demeurer trop longtemps supérieure à la cible. Il a été jugé plus sûr de faire face à cette situation avec des taux d'intérêt à 4,00 % plutôt qu'à 3,75 %, car des taux plus élevés pourraient réduire l'amplification de nouveaux chocs et donc diminuer la probabilité de devoir relever à nouveau les taux à l'avenir. Dans ce contexte, il a été avancé que lorsque la politique monétaire était proche du plancher effectif des taux et que l'inflation était faible, il semblait très souhaitable de faire abstraction des chocs d'offre, tandis que la situation actuelle est très différente.

Les mêmes membres ont également avancé qu'une pause pourrait donner lieu à des spéculations selon lesquelles le cycle de resserrement serait fini, ce qui augmenterait le risque d'un rebond de l'inflation. Cette situation nécessiterait ultérieurement une nouvelle vague de resserrement monétaire, ce qui pourrait avoir des conséquences négatives pour les marchés immobiliers et plus généralement pour la stabilité financière. Ne pas relever les taux pourrait également émettre un signal indiquant que le Conseil des gouverneurs s'inquiète davantage de l'économie et d'une éventuelle récession que d'une inflation trop élevée.

Certains membres ont exprimé leur préférence pour un maintien des taux à leur niveau actuel. Ces membres ont souligné le fait que le Conseil des gouverneurs avait clairement indiqué que ses décisions étaient dépendantes des données. Ils considèrent que, tout bien considéré, les données disponibles depuis juillet ne justifient pas une nouvelle hausse des taux : l'économie s'est sensiblement affaiblie et l'inflation devrait revenir autour de 2 % d'ici la fin de l'horizon de projection, tandis que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont désormais équilibrés. Bien que les prix du pétrole aient augmenté, cela pourrait être temporaire. La hausse de taux de 425 points de base déjà intervenue depuis le début du cycle de resserrement est considérée comme démontrant suffisamment l'engagement du Conseil des gouverneurs à remplir son mandat de maintien de la stabilité des prix.

Ces membres ont également soutenu qu'une grande partie de la transmission des relèvements précédents de taux ne s'était pas encore matérialisée et qu'elle ne serait probablement pas entièrement incluse dans le scénario central, ce qui implique que les risques à la baisse pour la croissance économique pourraient être importants. Ils ont estimé qu'il y avait peu de marge de manœuvre pour des risques à la hausse pesant sur les perspectives de croissance. Faire le choix d'une pause lors de cette réunion aurait également l'avantage de laisser le temps d'évaluer l'impact des décisions précédentes sur l'économie et de déterminer si le ralentissement était plus profond que prévu et si l'inflation diminuait réellement comme anticipé, sans nécessiter un nouveau relèvement

des taux d'intérêt. Une autre considération était qu'une nouvelle hausse des taux risquait de reproduire la situation observée en 2011, lorsque les hausses de taux d'intérêt avaient dû être rapidement inversées face aux conséquences économiques de la crise de la dette souveraine. Dans ce contexte, il a été rappelé que la BCE avait également des objectifs secondaires. Si la cible d'inflation pouvait être atteinte fin 2025 via une trajectoire de taux d'intérêt plus bas, augmentant ainsi la probabilité d'un atterrissage en douceur, cela serait préférable. Le Conseil des gouverneurs devait également prendre en compte les coûts économiques et sociaux d'un éventuel atterrissage brutal. Du point de vue de la gestion des risques, il a été souligné que les risques liés à un relèvement des taux d'intérêt à l'heure actuelle, comme le risque de devoir ensuite faire marche arrière si l'économie s'affaiblissait plus que prévu, étaient plus importants que ceux d'introduire une pause dans le cycle de resserrement et de devoir relever les taux au cours de l'une des prochaines réunions.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition du directoire de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP.

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 14 septembre 2023](#)

## **Communiqué de presse**

[Décisions de politique monétaire](#)

## **Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 13-14 septembre 2023**

### **Membres**

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

M. Centeno  
M. Elderson  
M. Hernández de Cos  
M. Herodotou  
M. Holzmann  
M. Kazāks  
M. Kažimír  
M. Knot  
M. Lane  
M. Makhlouf\*  
M. Müller\*  
M. Nagel \*  
M. Panetta  
M. Reinesch  
Mme Schnabel  
M. Scicluna  
M. Šimkus  
M. Stouraras\*  
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 septembre 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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

Mme Buch

M. Dabušinskas

M. Demarco

M. Gavilán

M. Haber

M. Kaasik

M. Koukoularides

M. Lünnemann

M. Madouros

M. Martin

M. Nicoletti Altimari

M. Novo

M. Pösö

M. Rutkaste

M. Sleijpen

M. Šošić

M. Tavlás

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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 23 novembre 2023.