



Réunion des 26 et 27 octobre 2022

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 26 et le jeudi 27 octobre 2022

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a noté que l'incertitude s'est accrue sur les marchés financiers depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 7 et 8 septembre 2022. Cette évolution est intervenue dans un contexte d'inflation durablement élevée et de fortes craintes d'une récession, avec une attention accrue portée à l'instabilité financière potentielle. Les préoccupations relatives à l'inflation sont restées le principal déterminant des évolutions sur les marchés financiers, les chiffres de l'inflation ayant continué de surprendre à la hausse, ce qui a entraîné un nouvel ajustement des anticipations des marchés concernant la politique monétaire à l'échelle mondiale. Dans ce contexte de surprises persistantes en matière d'inflation, les investisseurs ont fortement révisé à la hausse leurs anticipations relatives au « taux directeur terminal » des banques centrales (niveau auquel les intervenants de marché prévoient que le cycle actuel de hausse des taux atteindra un pic) telles qu'intégrées dans les taux sans risque. Cette révision a concerné toutes les grandes économies avancées, à des degrés différents cependant.

Dans la zone euro, par rapport aux anticipations au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la valorisation des marchés et les données d'enquêtes font à présent état d'anticipations d'une accélération du rythme des hausses des taux directeurs et d'un taux terminal sensiblement plus élevé. Les mesures de politique monétaire énergiques entraînent un durcissement des conditions financières, avec une hausse notable des taux d'intérêt réels à moyen et long termes et la poursuite des cessions massives d'actifs risqués. Toutefois, une incertitude élevée persiste quant à l'ampleur de l'ajustement de la politique monétaire nécessaire pour maîtriser l'inflation. Dans le même temps, les investisseurs ont progressivement reporté leur attention sur les effets secondaires du cycle de forte hausse des taux d'intérêt au niveau mondial, dans un contexte de

durcissement des conditions de financement pour les entités moins bien notées, de faible liquidité de marché et de volatilité accrue sur les marchés des pensions (*repo*).

En raison du regain d'inquiétude concernant l'inflation, les rendements sans risque de la zone euro ont été beaucoup plus sensibles aux nouvelles informations relatives à l'inflation en 2022 que cela n'était le cas en 2021. En revanche, la relation entre les rendements sans risque et les nouvelles informations relatives à la croissance est restée relativement faible, suggérant que les intervenants de marché s'attendent à ce que les banques centrales se concentrent principalement sur l'inflation.

Aux États-Unis, l'ajustement des anticipations de taux d'intérêt à court terme intégrées dans les prix des marchés financiers a été encore plus prononcé. À la différence de la zone euro, la courbe des taux à terme aux États-Unis a affiché une inversion marquée, signalant des anticipations d'une inversion des hausses de taux courant 2023.

Dans la zone euro, les taux d'intérêt réels ont augmenté sur l'ensemble des échéances depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Toutefois, ils sont restés très négatifs sur les échéances à court terme et inférieurs aux niveaux constatés lors des cycles de resserrement précédents, comme en décembre 2006, quand les tensions inflationnistes étaient beaucoup moins fortes.

En raison des surprises à la hausse répétées en matière d'inflation et de l'incertitude accrue quant à la trajectoire de politique monétaire nécessaire pour maîtriser l'inflation, les mesures de compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché se sont inscrites en hausse dans la zone euro ces dernières semaines. Elles se situent désormais au-dessus des niveaux observés au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en dépit de la forte réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire. Des tensions inflationnistes supplémentaires pourraient résulter de la dépréciation actuelle de l'euro. À ce stade de l'année, l'euro s'est déprécié de 13 % vis-à-vis du dollar américain. La majorité des prix des matières premières étant exprimée en dollars, ces évolutions de la monnaie ont aggravé le choc sur les prix de l'énergie.

La réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire a entraîné un durcissement généralisé des conditions financières au-delà des taux sans risque. Le mouvement mondial de cessions massives sur les marchés boursiers s'est également poursuivi dans la zone euro, même si dernièrement, les analystes n'ont revu que légèrement à la baisse les perspectives de bénéfices à long terme des entreprises de la zone euro et les anticipations de bénéfices sont demeurées à un niveau élevé dans l'ensemble. Les ratios cours/bénéfices corrigés du cycle ont sensiblement baissé par rapport aux niveaux élevés qui prévalaient durant la période prolongée de politique monétaire accommodante. Ils sont à présent beaucoup plus proches de leurs moyennes de long terme depuis 2005, mais toujours supérieurs à celles-ci.

Sur le marché des obligations d'entreprises de la zone euro, les écarts de rendement des obligations à haut rendement et des obligations bien notées (*investment-grade*) ont augmenté. De plus, les

émissions d'obligations par les sociétés non financières de la zone euro ont fortement diminué, en particulier sur le compartiment à haut rendement. Les évolutions des marchés des obligations souveraines ont été favorables jusqu'à présent. En dépit de la forte hausse des rendements sans risque, les *spreads* souverains vis-à-vis du taux des *swaps* au jour le jour (OIS) sont restés globalement inchangés et sont devenus moins sensibles aux variations des rendements sans risque qu'avant l'annonce de l'instrument de protection de la transmission.

Même si les répercussions directes des turbulences sur le marché financier au Royaume-Uni ont été limitées, les marchés financiers de la zone euro n'ont pas été totalement épargnés. Toutefois, deux facteurs d'atténuation ont joué un rôle. Premièrement, le secteur des fonds de pension de la zone euro est comparativement de petite taille et concentré, ce qui réduit le risque pour la stabilité financière à l'échelle de la zone euro. Deuxièmement, les produits dérivés de taux d'intérêt s'appuient généralement sur le taux interbancaire offert en euros (Euribor), ce qui limite l'impact des chocs spécifiques à un pays sur les appels de marge.

S'agissant de la transmission des ajustements des taux directeurs aux marchés monétaires, le fonctionnement des marchés *repo* de la zone euro a été perturbé après le relèvement des taux intervenu en septembre, mais seulement temporairement. Cette situation a été principalement provoquée par les préoccupations relatives aux flux de trésorerie supplémentaires arrivant sur le marché *repo* en provenance de dépôts ne relevant pas de la politique monétaire détenus auprès de l'Eurosystème. Les tensions sur le marché *repo* ont également reflété la pénurie de collatéral et l'abondance de liquidités à placer sur le marché *repo* dans un environnement d'incertitude élevée. Dans le même temps, les marchés obligataires au comptant ont continué de bien fonctionner.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a souligné que l'activité économique mondiale a continué de se ralentir en octobre. La croissance économique mondiale a connu un brusque retournement : après les performances solides du début d'année, elle a enregistré plus récemment des résultats inférieurs à la tendance. Si les données relatives aux échanges de biens ont fait ressortir des taux de croissance relativement stables jusqu'en juillet, l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatif aux nouvelles commandes à l'exportation a été en octobre nettement inférieur au seuil de 50 indiquant une contraction. L'exécution des carnets de commandes existants continue de soutenir l'activité, tandis que les nouvelles commandes ont diminué. Toutefois, les dernières données montrent que les entreprises manufacturières ont largement rattrapé les arriérés accumulés au cours de l'année dernière, ce qui laisse penser que ce canal soutiendra moins l'économie à l'avenir.

S'agissant des évolutions du taux de change, au cours des deux dernières années, le taux de change effectif et le taux de change bilatéral de l'euro vis-à-vis du dollar ont enregistré une dépréciation tendancielle. Toutefois, depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, le taux de change effectif a peu évolué, en raison de la dépréciation du yen japonais. En effet, le taux de change pondéré des échanges commerciaux s'est légèrement apprécié depuis la réunion de septembre. S'agissant des déterminants de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar en 2022, les différences dans les trajectoires attendues pour les taux directeurs ont joué un rôle important. Toutefois, les prix à l'importation augmentant plus rapidement que les prix à l'exportation, la détérioration des termes de l'échange de la zone euro a également été de plus en plus importante. En ce qui concerne les matières premières, par rapport à la situation au moment de la réunion de septembre, les prix du pétrole, des métaux et des produits alimentaires n'ont pas évolué de manière significative. En revanche, les prix au comptant du gaz ont fortement baissé, même si la courbe la plus récente des contrats à terme sur le gaz indique l'inversion d'une partie de la baisse début 2023 et une stabilisation par la suite.

S'agissant de la zone euro, la croissance du PIB au deuxième trimestre 2022 a été dopée par une forte augmentation de la consommation privée liée à la réouverture des services nécessitant de nombreux contacts. Durant cette période, la contribution des facteurs de demande à la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a également augmenté. En particulier, l'augmentation très importante de la consommation privée a apporté une contribution plus forte à l'inflation.

Les indicateurs les plus récents suggèrent que la croissance du PIB a stagné dans l'ensemble au troisième trimestre de l'année. Pour les deux prochains trimestres, l'évaluation actuelle indique un recul de l'activité économique. Toutefois, cette situation est très différente d'un scénario dans lequel la zone euro entrerait dans une période prolongée de croissance négative. Elle est également très différente du scénario baissier décrit dans les projections macroéconomiques de septembre 2022 établies par les services de la BCE, les prix de l'énergie étant actuellement beaucoup plus bas que ce qui avait été retenu dans ce scénario. De plus, l'hypothèse d'un rationnement de l'énergie entraînant des réductions significatives de la production ne s'est pas matérialisée et il n'y a pas eu non plus d'accentuation importante des tensions financières.

Les indicateurs sectoriels tirés d'enquêtes confirment également la poursuite de la tendance baissière de l'activité manufacturière, même si la production industrielle est soutenue par l'exécution des carnets de commandes existants et par l'atténuation des goulets d'étranglement du côté de l'offre. Ce soutien ne devrait pas se poursuivre à l'avenir. Les indices PMI montrent que le secteur des services a également connu un fort ralentissement ces derniers mois, tandis que les volumes des ventes au détail se sont inscrits sur une trajectoire baissière depuis juin. Le secteur manufacturier et

les services ont enregistré un nouveau renforcement de l'incertitude, qui a affecté la dynamique attendue de la demande.

Si l'on examine la consommation privée, la confiance des consommateurs a continué de se détériorer sur la période allant jusqu'en septembre, avant de s'améliorer légèrement en octobre. L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs a indiqué que les ménages reportent de plus en plus les achats importants et réduisent leur épargne afin de maintenir leur consommation de biens de première nécessité.

Les perspectives d'investissement se sont nettement assombries. Les indicateurs relatifs à l'investissement résidentiel, tels que les constructions de bâtiments et l'indice des directeurs d'achat relatif à la production dans la construction résidentielle ont commencé à signaler une contraction au deuxième trimestre de cette année et ont continué de fléchir au troisième trimestre. Les indicateurs relatifs à l'investissement hors construction sont également passés en dessous du seuil indiquant une contraction au troisième trimestre.

Le solde des échanges de biens a continué de se détériorer, pour atteindre un déficit de 4 % environ en août. Ce nouveau record a été principalement lié à l'augmentation rapide de la facture pour les importations d'énergie. Les prix élevés de l'énergie ont non seulement accru les coûts des importations, mais ont également affecté les exportations de produits chimiques. La production de produits chimiques, dont le contenu en énergie est élevé, est devenue très onéreuse en Europe, réduisant la compétitivité de ces produits et de leurs exportations. En ce qui concerne le secteur des services, les indicateurs relatifs au tourisme se sont fortement redressés. Toutefois, les dernières données ont commencé à indiquer un retour vers des niveaux plus normaux.

S'agissant du marché du travail, le taux de chômage est resté au niveau historiquement bas de 6,6 % en août. L'emploi et le nombre total d'heures travaillées ont augmenté au deuxième trimestre, de 0,4 % et 0,6 %, respectivement. Cela étant, les indicateurs récents ont commencé à suggérer une certaine détérioration de la situation sur le marché du travail. Même si la dernière enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises a montré que la croissance de l'emploi reste en territoire positif, les entreprises sont devenues plus pessimistes s'agissant de l'emploi, conformément à leur sentiment sur l'activité économique. Un ralentissement a également été visible dans les données de l'indice des directeurs d'achat, même si les indices relatifs à l'emploi sont dans l'ensemble restés supérieurs au seuil indiquant une croissance. Si les indices des directeurs d'achat relatifs aux services et au secteur manufacturier sont restés supérieurs au seuil, l'indice pour la construction est passé au-dessous du seuil.

En ce qui concerne les tensions sur le marché du travail, le ratio postes vacants/chômeurs a significativement augmenté au cours des deux dernières années, évolution qui ressort à la fois des données d'Eurostat et des données obtenues à partir de la plateforme numérique privée de recherche d'emploi Indeed. Même si les deux ensembles de données ont suggéré une augmentation des

tensions sur la période allant jusqu'au deuxième trimestre 2022, les indications les plus récentes issues de la plateforme Indeed vont dans le sens d'une stabilisation du ratio au troisième trimestre. S'agissant des politiques budgétaires, les soldes structurels ne devraient pas s'améliorer en 2022, la réduction des dépenses liées à la pandémie étant compensée par les nouvelles mesures en matière de dépenses liées à l'énergie. Ces programmes de dépenses de grande ampleur pour l'énergie ont été financés en partie par les importantes recettes exceptionnelles enregistrées en 2022. En conséquence, si on s'attend toujours à ce que le déficit budgétaire global de la zone euro s'améliore cette année, cela ne devrait pas être le cas l'année prochaine. Les gouvernements ont annoncé de nouveaux trains de mesures budgétaires de grande ampleur dans leurs plans budgétaires pour 2023, qui devraient empêcher toute nouvelle amélioration de leurs ratios de déficit rapporté au PIB. Même s'il apparaît jusqu'à présent que les dépenses consacrées aux nouvelles mesures annoncées seront réduites en 2024, il est encore trop tôt pour évaluer à quel point ces mesures seront temporaires et ciblées. La hausse des taux d'intérêt devrait entraîner une augmentation des coûts de financement pour les gouvernements.

Concernant les dernières évolutions de l'inflation, la hausse de l'IPCH s'est encore accentuée, ressortant à 9,9 % en septembre. L'erreur de projection dans les projections de septembre a représenté 0,5 point de pourcentage et a été principalement liée aux composantes énergie et produits alimentaires. La projection relative à la hausse des prix des biens industriels non énergétiques a été légèrement supérieure au résultat effectif, tandis que celle relative à la hausse des prix des services a été inférieure. La plupart des pays ont contribué à l'erreur de projection de septembre.

La pondération des prix des produits alimentaires dans l'IPCH total représentant le double de celle des prix de l'énergie, il est très important de comprendre leur dynamique. Les prix à la consommation des produits alimentaires ont enregistré une forte augmentation et les indices des prix à la production pour ces produits se sont inscrits en hausse. Dans le même temps, la croissance des prix au début de la chaîne de production – tels que les prix des engrais et les cours internationaux des matières premières alimentaires – a commencé à se ralentir. Le fait que les prix à la production des produits alimentaires continuent de s'inscrire sur une trajectoire haussière implique que l'on doit s'attendre à davantage de tensions en amont pour les prix à la consommation de ces produits.

S'agissant des prix des biens, les dernières données montrent que les tensions en amont sur les prix des biens intermédiaires ont commencé à s'atténuer, même si elles demeurent très élevées.

Toutefois, les tensions sur les prix des biens de consommation ont continué de s'accroître, reflétant des délais de transmission.

En ce qui concerne plus particulièrement l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire l'inflation hors énergie et produits alimentaires, la décomposition entre facteurs d'offre et de demande montre que jusqu'en juillet 2022, les facteurs d'offre ont continué d'apporter une contribution significative, ce qui laisse penser que le taux de l'inflation sous-jacente devrait baisser sensiblement si ces facteurs s'atténuent.

Toutefois, la décomposition a également montré une hausse régulière de la contribution des facteurs de demande.

M. Lane a rappelé que l'inflation sous-jacente est également affectée par les effets indirects des prix élevés de l'énergie, qui conduisent de nombreux secteurs à forte intensité énergétique à augmenter leurs prix. L'analyse réalisée par les services de la BCE, qui ventile les biens et les services entre rubriques à forte intensité énergétique ou à faible intensité énergétique, a montré qu'une part disproportionnée de l'inflation provient des secteurs à forte intensité énergétique. Une stabilisation des prix de l'énergie aurait par conséquent des implications importantes pour l'inflation sous-jacente.

S'agissant des tensions salariales internes, les salaires négociés ont continué d'augmenter progressivement au cours des derniers mois, même lorsque l'impact des versements ponctuels a été exclu. Les informations prospectives compilées dans l'outil expérimental de suivi des salaires de la BCE pour la zone euro montrent que les accords salariaux conclus au troisième trimestre 2022 devraient entraîner une croissance des salaires de 3,7 % en 2023. Cela représente une accélération par rapport à 2022, mais ce rythme de croissance reste relativement modéré.

L'inflation totale dans la zone euro a dépassé l'inflation totale aux États-Unis en raison d'une hausse beaucoup plus élevée des prix de l'énergie et des produits alimentaires. Aux États-Unis, toutefois, l'inflation sous-jacente a été plus forte que dans la zone euro, et elle a été très étroitement corrélée avec la hausse des salaires. Dans la zone euro, l'inflation sous-jacente a conservé son avance sur la hausse des salaires, car les augmentations de prix les plus importantes ne viennent pas des secteurs à très forte intensité de main-d'œuvre, mais des secteurs à relativement forte intensité énergétique. Pour les composantes de l'IPCH sensibles aux salaires, l'inflation a continué d'augmenter en ligne avec la croissance des salaires négociés, qui est toutefois demeurée relativement contenue dans l'ensemble. Ces secteurs ont généralement présenté moins de tensions inflationnistes que les secteurs plus exposés à des problèmes sur la chaîne d'approvisionnement.

En ce qui concerne les tensions sur les prix liées au logement, la croissance des loyers est restée inférieure à 2 % en septembre. Elle a ainsi exercé un effet modérateur sur les prix des services et sur le taux d'inflation global. Toutefois, les autres prix liés au logement ont fortement augmenté. La croissance des coûts des logements occupés par leur propriétaire a atteint 10,1 % au deuxième trimestre 2022. Pour l'avenir, les projections de septembre suggèrent une décélération significative de la croissance des prix de l'immobilier résidentiel.

Les anticipations d'inflation à long terme (pour 2027) déclarées dans le cadre de l'enquête de la BCE réalisée en octobre auprès des prévisionnistes professionnels sont restées pratiquement inchangées à 2,2 % pour l'inflation totale et ont diminué de 2,2 % à 2,1 % pour l'inflation sous-jacente. Cependant, les participants ont significativement révisé à la hausse leurs anticipations d'inflation pour 2024, à 2,4 %. La plupart des réponses ont continué de se situer entre 2 % et 2,4 %. La moyenne a toutefois été affectée par des mouvements dans les queues de distribution, avec une augmentation du nombre

de participants qui anticipent une inflation supérieure à 3 % en 2024, et une nette diminution du nombre de participants qui anticipent une inflation inférieure à 2 %.

Les données pour septembre tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs montrent qu'il n'y a eu aucun changement significatif depuis la hausse de l'inflation anticipée survenue en mars 2022. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont continué d'indiquer une forte diminution des taux d'inflation l'année prochaine, à partir de niveaux très élevés pour revenir à des taux significativement plus bas.

S'agissant des évolutions monétaires et financières, les coûts de financement des banques ont progressivement augmenté, ce qui reflète les évolutions des taux d'intérêt sans risque. Depuis début 2022, les rendements des obligations bancaires ont augmenté de plus de 300 points de base. Les taux appliqués aux dépôts des ménages et des entreprises ont également affiché une hausse significative et devraient à nouveau augmenter au cours des mois à venir dans le contexte de normalisation de la politique monétaire. Les taux des prêts aux entreprises et aux ménages ont également augmenté et les critères d'octroi se sont nettement durcis.

Les dernières données monétaires pour septembre font état d'importants arbitrages vers les dépôts à terme au détriment des dépôts à vue, principalement de la part des entreprises et des autres intermédiaires financiers (AIF). Les ménages ont également enregistré les entrées les plus importantes depuis dix ans au titre des dépôts à terme, mais ils ont encore continué d'accroître leurs avoirs en dépôts à vue. Cette reconfiguration des dépôts est cohérente avec une augmentation des coûts d'opportunité associés à la détention de dépôts à vue depuis le début de la normalisation de la politique monétaire. Les données monétaires de septembre ont également confirmé une baisse des flux de prêts aux sociétés non financières et, en particulier, aux ménages, ce qui fournit de nouvelles indications de la transmission actuelle à l'économie réelle du durcissement des conditions financières. Enfin, M. Lane a présenté les résultats de l'enquête de la BCE réalisée en octobre auprès des analystes monétaires. Par rapport à l'enquête de septembre, les participants anticipent désormais que la trajectoire des taux d'intérêt directeurs de la BCE se penchera et se déplacera vers le haut d'environ 100 points de base.

En résumé, M. Lane a souligné que l'inflation reste beaucoup trop élevée et qu'elle devrait demeurer supérieure à la cible de 2 % de la BCE pendant une période prolongée. L'inflation s'est encore accélérée en septembre, s'établissant à 9,9 %. La hausse des prix de l'énergie a dépassé 40 %, ce qui est dû à des effets ponctuels, mais reflète également la répercussion actuelle des prix de gros sur les prix de détail. La hausse des prix des produits alimentaires s'est également accélérée, ressortant à 11,8 %, en raison des évolutions des composantes produits alimentaires non transformés et transformés. Les mesures de l'inflation sous-jacente se sont situées à des niveaux élevés. Parmi ces mesures, l'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est inscrite en hausse à 4,8 % en septembre, après 4,3 % en août, reflétant l'impact des prix élevés des services collectifs sur les

structures de coûts de nombreux secteurs, l'impact actuel des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la reprise post-pandémie de la demande. La croissance des salaires a continué d'augmenter progressivement.

Dans le même temps, il n'y a eu aucun signe clair d'effets de second tour généralisés, et les anticipations d'inflation à long terme sont demeurées globalement alignées sur la cible de 2 %. Toutefois, les augmentations de la croissance des salaires signalées par l'outil de suivi des salaires de la BCE ont été modérément supérieures aux niveaux intégrés dans les projections de septembre, et les tensions sur les salaires dans le secteur public pourraient ajouter une nouvelle impulsion.

Dans l'ensemble, les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. Le principal risque à court terme est une nouvelle hausse des prix au détail de l'énergie. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en cas d'augmentations des prix des matières premières énergétiques et alimentaires et d'une répercussion plus forte sur les prix à la consommation, d'une détérioration durable de la capacité de production de l'économie de la zone euro, d'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de la cible de la BCE ou d'augmentations salariales plus fortes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie et un affaiblissement supplémentaire de la demande allégeraient les tensions sur les prix.

L'activité économique devrait avoir ralenti considérablement au troisième trimestre de l'année et devrait encore s'affaiblir jusqu'à fin 2022 et début 2023. La hausse de l'inflation, l'incertitude persistante et les nouvelles réductions de l'offre de gaz provenant de Russie ont pesé sur la confiance des consommateurs et des entreprises et devraient freiner la demande agrégée au second semestre 2022. Les effets de la réouverture de l'économie, qui a stimulé les services au cours du printemps et de l'été, devraient se dissiper au cours des mois d'automne et d'hiver. Les ménages ont été préoccupés par l'érosion des revenus disponibles réels du fait de l'inflation, ceux à faibles revenus étant particulièrement touchés. Même si les goulets d'étranglement au niveau de la chaîne d'approvisionnement s'atténuent progressivement, le choc d'offre d'énergie devrait continuer de peser sur l'activité manufacturière et les échanges. En outre, les perspectives économiques mondiales restent obscurcies.

En ligne avec ces évolutions, les indicateurs disponibles et les estimations à court terme ont fait état de risques à la baisse marginaux pour le troisième trimestre 2022 et de risques à la baisse manifestes pour le quatrième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023, par rapport aux projections de septembre 2022. Une guerre prolongée en Ukraine demeure un risque important. La confiance pourrait encore se détériorer et les contraintes d'offre s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Un ralentissement de l'économie mondiale pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance au sein de la zone euro.

Jusqu'à présent, le marché du travail a continué d'être une source de résilience pour l'économie, mais, étant donné qu'il réagit généralement avec un certain retard par rapport à l'activité économique, sa dynamique devrait se ralentir. Par conséquent, l'affaiblissement de l'économie pourrait entraîner une légère hausse du chômage dans la période à venir.

Les taux d'intérêt de marché ont augmenté et les conditions financières générales se sont considérablement durcies dans un contexte d'anticipations d'un resserrement plus rapide et plus important de la politique monétaire, dans la zone euro comme au niveau mondial. Les rendements des emprunts publics ont augmenté parallèlement aux taux d'intérêt sans risque, les écarts de rendement se resserrant légèrement, ce qui continue probablement de refléter le soutien apporté par l'instrument de protection de la transmission et la communication sur les réinvestissements flexibles dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Les coûts de financement des banques ont augmenté du fait de la hausse des taux d'intérêt de marché. Cela a rendu les emprunts plus onéreux pour les entreprises et les ménages. Même si l'activité de prêt bancaire aux entreprises est restée dynamique, car celles-ci ont dû financer des coûts de production élevés et la constitution de stocks, la demande de prêts à des fins de financement de l'investissement a continué de reculer. Les emprunts des ménages pour l'achat d'un logement ont atteint un tournant pendant l'été. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique un resserrement des critères d'octroi des prêts, les banques s'inquiétant davantage de la détérioration des perspectives économiques et des risques auxquels leurs clients sont confrontés dans l'environnement actuel. Les banques prévoient un resserrement supplémentaire au quatrième trimestre.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Compte tenu de la période prolongée d'inflation excessivement élevée et du risque que cela pourrait ajouter aux tensions à moyen terme sur les prix, M. Lane a proposé, lors de la présente réunion, que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient à nouveau relevés de 75 points de base. Avec ce troisième relèvement important consécutif des taux directeurs, une part substantielle du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire serait retirée. Étant donné que les taux directeurs de la BCE sont toujours accommodants, un relèvement important mettrait en évidence l'engagement du Conseil des gouverneurs à juguler l'inflation en réduisant le soutien à la demande et en veillant à ce que les anticipations d'inflation demeurent ancrées sur la cible à moyen terme. Comme nouveau signe tangible de cet engagement, il convient d'indiquer que le Conseil des gouverneurs prévoit de nouveaux relèvements des taux. La trajectoire des taux d'intérêt sera fondée sur l'évolution des perspectives d'inflation et économiques, sur la base d'une approche réunion par réunion.

Outre la poursuite de la normalisation des taux, M. Lane a proposé de modifier les conditions applicables à la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III). Les TLTRO ont joué un rôle central pour contrecarrer les risques à la baisse sur la stabilité des prix pendant la phase la plus aiguë de la pandémie. Au cours de cette période, la BCE a accordé des conditions exceptionnellement favorables aux établissements de crédit qui ont emprunté via ces opérations, afin de soutenir l'offre de prêts bancaires à l'économie réelle à un moment où les banques étaient susceptibles de se retirer et de se désengager de l'intermédiation du crédit. Actuellement, compte tenu de l'accélération inattendue et exceptionnelle de l'inflation, il était nécessaire de recalibrer cet instrument pour garantir qu'il soit cohérent avec le processus plus large de normalisation de la politique monétaire et pour renforcer la transmission des relèvements des taux directeurs aux conditions du crédit bancaire. Il a donc été nécessaire d'ajuster les taux d'intérêt applicables aux TLTRO III à compter du 23 novembre 2022 et de proposer aux banques des dates supplémentaires de remboursement anticipé volontaire.

Le recalibrage proposé est proportionné. Premièrement, il contribuera à la normalisation des coûts de financement des banques. La normalisation des conditions de financement qui en résultera exercera, quant à elle, une pression à la baisse sur l'inflation à moyen terme. En outre, le recalibrage a supprimé les éléments dissuadant le remboursement anticipé volontaire des fonds empruntés dans le cadre des TLTRO III en cours, ce qui réduira le bilan de l'Eurosystème. Il devrait également faciliter la libération des titres utilisés actuellement en garantie auprès de l'Eurosystème, atténuant la rareté de collatéral et améliorant la capacité d'intermédiation des banques sur le marché monétaire en réduisant leurs bilans, ce qui, à son tour, favorisera une transmission plus harmonieuse et plus efficace des relèvements de taux directeurs du Conseil des gouverneurs aux taux des prêts garantis du marché monétaire. Deuxièmement, le recalibrage proposé est plus efficace pour atteindre le même objectif qu'une période plus courte de réinvestissement intégral des avoirs en obligations de l'Eurosystème ou que des relèvements de taux d'intérêt plus agressifs. Même si la modification des conditions applicables aux TLTRO III pourrait avoir des effets secondaires, un changement brusque et imprévisible des circonstances justifie une modification de l'orientation de la politique monétaire si cela contribue à l'objectif principal de la BCE.

En outre, M. Lane a proposé d'ajuster la rémunération des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit auprès de l'Eurosystème, afin de mieux l'aligner sur les conditions en vigueur sur le marché monétaire. Compte tenu des niveaux élevés d'excédent de liquidité, le coût marginal des réserves est actuellement ancré sur le taux d'intérêt appliqué à la facilité de dépôt, et non sur celui appliqué aux opérations principales de refinancement. Modifier la rémunération des réserves obligatoires afin que celles-ci soient rémunérées au taux de la facilité de dépôt plutôt qu'au taux des opérations principales de refinancement rétablirait ainsi la neutralité du système de réserves obligatoires.

Enfin, M. Lane a proposé de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

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

Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont globalement approuvé l'évaluation de la situation économique actuelle dans la zone euro et des risques pesant sur les perspectives présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation reste beaucoup trop forte et demeurera supérieure à la cible pendant une période prolongée. En septembre, l'inflation dans la zone euro a atteint 9,9 %, la flambée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, les goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la reprise de la demande après la pandémie ayant entraîné une généralisation des tensions sur les prix et une hausse de l'inflation au cours des derniers mois.

S'agissant de l'environnement extérieur, les dernières données confirment les signaux d'un ralentissement de la croissance économique dans l'ensemble des pays et des secteurs et impliquent une inversion substantielle de la reprise de l'activité mondiale enregistrée plus tôt dans l'année. L'observation a été faite qu'un nombre croissant d'économies devraient entrer en récession. La crainte a été exprimée que l'impact cumulé du ralentissement, y compris les répercussions du resserrement synchronisé des politiques monétaires, puisse même conduire à une « récession technique » au niveau mondial. Dans le même temps, il a également été fait référence à l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. La situation en Chine et aux États-Unis est entourée d'incertitude, l'activité mondiale étant affectée négativement par la fermeture de l'économie chinoise et par les retombées mondiales de la politique monétaire restrictive des États-Unis. Dans le même temps, il a été avancé que les confinements en Chine avaient entraîné une baisse des importations chinoises de gaz naturel liquéfié, avec des effets modérateurs sur les prix du gaz. À cet égard, il a été noté que les prix au comptant du gaz naturel avaient enregistré une forte baisse inattendue ces derniers jours et que les mouvements récents sur les marchés mondiaux des matières premières avaient presque entièrement inversé les hausses de prix enregistrées depuis le début de l'année. Une nouvelle atténuation des tensions sur les prix mondiaux de l'énergie est attendue pour 2023. Toutefois, il a été soutenu que les prix des contrats à terme suggéraient une inversion dans une certaine mesure de cette tendance et que, même après leur récente baisse, les prix du gaz avaient été très volatils et demeureraient bien plus élevés que par le passé.

En ce qui concerne les évolutions dans la zone euro, l'activité économique devrait probablement s'être considérablement ralentie au troisième trimestre 2022, et cet affaiblissement devrait se poursuivre sur le reste de l'année jusqu'à début 2023. Le niveau élevé de l'inflation, qui entame le revenu réel des consommateurs et pousse les coûts à la hausse pour les entreprises, continue de freiner les dépenses et la production. De fortes perturbations de l'approvisionnement en gaz ont encore aggravé la situation, et la confiance des consommateurs et des entreprises s'est rapidement détériorée, pesant également sur l'économie. La demande de services se ralentit, après avoir été forte au cours des trimestres précédents, avec la réouverture des secteurs les plus touchés par les restrictions liées à la pandémie, et les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier ont baissé. De plus, la croissance de l'activité économique mondiale s'est ralentie, dans un contexte d'incertitude géopolitique persistante, due en particulier à l'agression injustifiée de l'Ukraine par la Russie, et de resserrement des conditions de financement. La dégradation des termes de l'échange pèse sur les revenus dans la zone euro. Dans le même temps, le marché du travail est resté vigoureux au troisième trimestre, le taux de chômage se maintenant au niveau historiquement bas de 6,6 % enregistré en août. Bien que les indicateurs à court terme suggèrent une poursuite des créations d'emplois au troisième trimestre de l'année, l'affaiblissement de l'économie pourrait entraîner une légère hausse du chômage dans la période à venir.

Les membres du Conseil sont largement convenus que les perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro se sont détériorées depuis la réunion de politique monétaire de septembre. Il a été noté que toutes les composantes de la demande, y compris la consommation, l'investissement et les exportations, montraient des signaux d'affaiblissement. Il a été fait référence aux derniers indicateurs prospectifs tirés d'enquêtes relatifs à l'activité économique, qui ont enregistré de fortes baisses et signalent une contraction. Il a été avancé qu'une récession technique était en train de devenir le scénario de référence et l'issue la plus probable. Il a été mentionné que, si le PIB en volume pour le trimestre à venir avait été sous-estimé à plusieurs reprises dans les projections précédentes, il était actuellement probable que l'erreur de projection soit de signe opposé. Dans le même temps, l'attention a été attirée sur le fait que jusqu'à présent, les données quantitatives indiquaient une légère récession plutôt qu'un atterrissage brutal de l'économie ou un ralentissement prolongé.

Cette distinction a été largement considérée comme fondamentale s'agissant du tableau économique actuel et des perspectives d'inflation à moyen terme. Une question a été soulevée quant aux mécanismes de propagation susceptibles de transformer une récession peu profonde et de courte durée en une crise grave et prolongée de l'économie. La faiblesse du secteur bancaire a constitué un facteur dans les épisodes de crise précédents, mais n'est probablement pas un facteur déterminant aujourd'hui, alors que le marché de l'immobilier pourrait jouer un rôle, du moins dans certains pays. Une autre question concerne les conséquences qu'aurait une récession sur la résilience du marché

du travail. À cet égard, il a été noté que les dernières données relatives aux indicateurs prospectifs tirées de l'enquête auprès des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier étaient en baisse pour l'activité, mais en hausse pour l'emploi. Dans le même temps, il a été observé que le ratio postes vacants/chômeurs était demeuré bien plus faible dans la zone euro qu'aux États-Unis, indiquant un marché du travail moins tendu dans la zone euro.

Il a été avancé que l'incertitude et les pertes de pouvoir d'achat étaient les principaux facteurs à l'origine de la détérioration des perspectives, reflétant la baisse des salaires réels, mais aussi du patrimoine financier réel, étant donné que de nombreux ménages détiennent leur épargne sous forme de dépôts et de titres de créance à faible rémunération. Dans ce contexte, il a été fait référence à l'analyse qui indique des taux d'inflation nettement plus élevés pour les ménages à faibles revenus, les rubriques énergétiques et alimentaires représentant une part plus importante de leur consommation. Cela a été considéré comme un rappel du fait que l'inflation a des conséquences redistributives importantes. Il a été soutenu que la confiance des consommateurs resterait probablement faible tant que l'inflation resterait élevée, les consommateurs ayant désormais perdu une grande partie de leurs gains de pouvoir d'achat passés. Dans le même temps, il a été rappelé que l'excédent d'épargne accumulé pendant la crise sanitaire était encore élevé et qu'il pourrait, conjointement avec un soutien budgétaire et un marché du travail vigoureux, soutenir la consommation. Dans ce contexte, la remarque a été faite que les résultats de l'enquête sur les anticipations des consommateurs laissent penser que certains ménages soutenaient leurs dépenses soit en épargnant moins, soit en liquidant une partie de leur stock d'épargne.

S'agissant de la politique budgétaire, il a été rappelé que les mesures de soutien budgétaire destinées à protéger l'économie des effets des prix élevés de l'énergie devraient être temporaires et ciblées vers les plus vulnérables, afin de limiter le risque qu'elles alimentent l'inflation. Les mesures des autorités devraient encourager la baisse de la consommation d'énergie et soutenir l'approvisionnement en énergie. Dans le même temps, les gouvernements devraient conduire des politiques budgétaires démontrant leur engagement à réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Des politiques structurelles devraient être conçues de manière à permettre une augmentation du potentiel de croissance et des capacités d'offre de la zone euro ainsi qu'un renforcement de sa capacité de résistance, contribuant ainsi à une atténuation des tensions à moyen terme sur les prix. La mise en œuvre rapide des plans d'investissement et de réformes structurelles prévus dans le cadre du programme *Next Generation EU* contribuera largement à la réalisation de ces objectifs. La solution au problème de l'énergie est considérée comme étant principalement de nature structurelle.

Il a été souligné que le soutien budgétaire prévu différerait d'un pays à l'autre. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que, face aux coûts élevés de l'énergie, une pression croissante s'exerçait sur les gouvernements pour qu'ils soutiennent la demande par le biais de transferts, ce qui alimenterait l'inflation, au lieu de favoriser la croissance potentielle par des investissements publics ciblés. S'il

existe un risque que les dispositifs de compensation budgétaire s'avèrent plus importants que prévu, également du point de vue de la stabilité des prix, il a également été avancé que les mesures budgétaires supplémentaires prévues et anticipées étaient nécessaires compte tenu de la récession attendue. Lors de l'évaluation de l'orientation budgétaire, il a été jugé important d'inclure les fonds de l'UE. Il a été rappelé qu'une récession activerait les stabilisateurs automatiques, ce qui entraînerait à la fois une augmentation des dépenses et une diminution des recettes fiscales. En outre, les recettes fiscales ayant été renforcées par la « taxe inflationniste », le recul attendu de l'inflation aurait un effet modérateur sur les recettes à un moment où les coûts de financement augmentent en raison de la hausse des taux d'intérêt, entraînant une détérioration des déficits nominaux.

Dans ce contexte, les données disponibles confirment que les risques pesant sur les perspectives de croissance économique sont clairement orientés à la baisse, particulièrement à court terme. Une guerre prolongée en Ukraine demeure un risque important. La confiance pourrait encore se détériorer et les contraintes d'offre s'aggraver à nouveau. Les coûts de l'énergie et des produits alimentaires pourraient également demeurer durablement plus élevés qu'attendu. Un ralentissement de l'économie mondiale pourrait constituer un frein supplémentaire à la croissance dans la zone euro. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que, compte tenu des évolutions des perspectives économiques, l'économie était désormais plus proche du scénario baissier que du scénario de référence ressortant des projections de septembre établies par les services de la BCE. Toutefois, il convient d'être prudent et de ne pas assimiler les perspectives actuelles au scénario baissier. Cela est dû au fait que les mécanismes sont différents, au niveau à la fois de l'évolution des prix du gaz et d'un rationnement potentiel de l'approvisionnement en gaz affectant la production. Il a été avancé qu'à de nombreux égards, les perspectives étaient plus favorables que le scénario baissier de septembre. Dans l'intervalle, cependant, d'autres risques à la baisse se sont concrétisés.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont généralement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation s'est accélérée, pour atteindre 9,9 % en septembre, ce qui reflète de nouvelles hausses de l'ensemble des composantes. La hausse des prix de l'énergie est restée le principal moteur de l'inflation totale, avec une contribution croissante des prix du gaz et de l'électricité. L'augmentation des prix des produits alimentaires s'est elle aussi encore renforcée, les coûts élevés des intrants ayant rendu leur production plus onéreuse. Les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'atténuent progressivement, même si leur effet décalé contribue encore à l'inflation. Les retombées de la demande latente, même si elles s'atténuent, continuent de pousser à la hausse les prix dans le secteur des services. La dépréciation de l'euro a alimenté l'accumulation des tensions inflationnistes. Les tensions sur les prix sont manifestes dans un nombre croissant de secteurs, en partie du fait de la transmission des effets des coûts élevés de l'énergie à l'ensemble de l'économie. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont donc demeurées

élevées, notamment l'inflation hors énergie et produits alimentaires, qui s'est encore accélérée, à 4,8 %, en septembre.

Les membres du Conseil ont souligné que les derniers résultats en matière d'inflation n'étaient pas du tout rassurants. Les données continuent d'être plus élevées que prévu. Des inquiétudes ont été exprimées, notamment concernant l'inflation sous-jacente (*core*) et l'éventail plus large des mesures de l'inflation sous-jacente, qui continuent de s'accroître progressivement et, à quelques exceptions près, n'indiquent pas la stabilisation espérée et intégrée dans les projections de septembre établies par les services de la BCE. La poursuite de la forte dynamique à court terme est également confirmée par la tendance haussière des hausses mensuelles de l'inflation sous-jacente.

Dans le même temps, il a été souligné que les prix du gaz naturel avaient baissé. On ne peut dire avec certitude, au vu de la forte volatilité sur le marché, si cette baisse des prix du gaz sera durable et si elle devrait constituer la base d'une révision des perspectives. Mais il a également été noté que les évolutions les plus récentes invitaient à ne pas simplement extrapoler l'impact très important qui avait été intégré dans les projections de septembre. Il a été avancé qu'une correction des prix de gros de l'énergie n'impliquait pas automatiquement une transmission correspondante à l'inflation mesurée par l'IPCH. Les fortes hausses antérieures des prix de l'énergie ont eu des effets toujours plus rapides sur l'inflation, et il reste à voir comment la situation évoluera lorsque les hausses des prix des matières premières s'inverseront. Les variations et non-linéarités de la vitesse et de la force de la répercussion, qui dépendent de l'ampleur et de la persistance du choc sur les prix de l'énergie, ne sont généralement pas intégrées dans les modèles utilisés pour la prévision. Il a été rappelé que ce qui importe en définitive, ce ne sont pas les prix de gros, mais les prix à la consommation de l'énergie, et qu'il est donc important de comprendre les mécanismes de transmission entre les deux et les délais correspondants. L'observation a été faite que les contrats à long terme pouvaient impliquer des délais importants, avec des tensions à la hausse significatives en amont, dont les effets continuent de se faire sentir.

Il a été fait référence à diverses décompositions de l'inflation en facteurs sous-jacents. Premièrement, il a été noté que la hausse de l'inflation totale comme celle de l'inflation sous-jacente (*core*) s'étaient accompagnées d'une augmentation des facteurs déterminés par la demande. L'inflation pourrait donc diminuer sous l'effet aussi bien de facteurs d'offre que de facteurs de demande. Des doutes ont été exprimés sur le caractère suffisant, à l'heure actuelle, des assouplissements du côté de l'offre et il a été avancé qu'une baisse de l'inflation devrait résulter essentiellement d'une moindre contribution de la demande. Deuxièmement, la décomposition de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et de celle des services montre que les composantes de l'inflation à faible intensité énergétique augmentent également. L'attention a donc été attirée sur le fait que tout allègement des tensions inflationnistes liées à l'énergie pourrait être contrebalancé par des forces opposées. L'une de ces forces est la dépréciation du taux de change, qui affecte négativement les perspectives d'inflation

de façon large. Plus généralement, la transmission des prix à la production aux prix à la consommation prend du temps et continue d'expliquer la persistance de tensions à la hausse en amont. Il a été rappelé que la transmission avait été récemment plus rapide et plus forte que prévu et intégré dans les modèles standard. Toutefois, il a également été avancé que plus la transmission serait rapide et forte, plus l'ajustement global des prix s'achèverait rapidement et plus la normalisation des taux d'inflation s'effectuerait tôt. Dans ce contexte, il a été jugé utile d'examiner également les taux d'inflation trimestriels afin d'obtenir une meilleure vision de la dynamique de l'inflation, étant donné les effets de base et de report qui s'exercent sur les taux annuels.

S'agissant des salaires, la vigueur persistante des marchés du travail devrait favoriser une hausse des salaires, et un rattrapage visant à compenser la poussée inflationniste est probable. Les données disponibles concernant les salaires et les récents accords salariaux signalent un possible raffermissement de la croissance des salaires. C'est ce que permettent également de déduire les déclarations des représentants syndicaux, des employeurs et des responsables politiques. Il a été jugé que les tensions sur le marché du travail et la période prolongée de forte inflation commençaient à avoir un impact sur la croissance des salaires. Dans l'enquête téléphonique auprès des entreprises (CTS), une large majorité des participants s'attendaient à des hausses de salaires supérieures à 4 % en 2023. Dans le même temps, il a été avancé que, bien que la croissance des salaires négociés et de la rémunération par tête soit plus dynamique, leurs niveaux restent modérés par rapport à l'inflation et il n'y a pas de signes clairs d'une spirale salaires-prix. Toutefois, il a été rappelé que les salaires étaient un indicateur retardé et des doutes ont été exprimés sur la possibilité que le tableau encore rassurant fourni par l'outil expérimental de suivi des salaires de la BCE se maintienne. Il a été jugé risqué de faire l'hypothèse que les travailleurs accepteraient simplement le choc sur les salaires réels, sans réaction plus forte des salaires nominaux. Il existe un risque de sous-estimation de la croissance future des salaires, comme le suggèrent également des informations plus rapides sur les salaires provenant des offres d'emplois publiées sur les plateformes numériques privées, qui suggèrent une augmentation plus rapide des salaires que les données relatives aux salaires négociés.

Même s'il a été avancé que le marché du travail de la zone euro faisait clairement preuve de vigueur et de résilience, l'attention a été attirée sur le fait que les marchés du travail étaient encore en processus de normalisation à la suite de la crise liée à la pandémie, également par rapport aux fluctuations de la productivité et réallocations sectorielles associées. Par conséquent, des préoccupations ont été exprimées quant au fait que cette vigueur risquait d'être compromise si de trop fortes tensions s'exerçaient sur les salaires dans une période d'ajustement aussi délicate. L'attention a également été attirée, au vu de la détérioration de la situation conjoncturelle, sur la bonne tenue inhabituelle des bénéficiaires et des marges bénéficiaires, qui est tout aussi importante que l'évolution des salaires s'agissant des facteurs déterminant l'inflation et la persistance de l'inflation.

Concernant les anticipations d'inflation à long terme, la plupart des mesures s'établissent actuellement à environ 2 %, même si de nouvelles révisions de certains indicateurs au-dessus de la cible justifient un suivi continu. Il a été avancé que les mesures tirées d'enquêtes étaient orientées à la hausse depuis un certain temps et que les mesures extraites des instruments de marché allaient dans le même sens, sans aucun signe d'inversion. Dans le même temps, il a été rappelé que les mesures de l'inflation extraites des instruments de marché incluaient une prime de risque sur l'inflation, devenue positive. Il convient cependant, lorsqu'on évalue les risques pesant sur les anticipations d'inflation à plus long terme, de ne pas se limiter à la queue supérieure de la distribution, mais d'inclure également la queue inférieure. Dans l'enquête auprès des analystes monétaires (SMA), la distribution semble être devenue plus symétrique. De plus, les anticipations tirées d'enquêtes ont probablement été mesurées à une date d'arrêt antérieure à la récente baisse des prix du gaz et, si cette baisse devait persister, ces anticipations pourraient faire l'objet d'un ajustement à la baisse. Il a été avancé que compte tenu d'une hausse effective de l'IPCH se situant autour de 10 %, les anticipations d'inflation à plus long terme étaient demeurées relativement bien ancrées.

Dans le même temps, l'attention a été attirée sur le fait que la formation des anticipations d'inflation devenait de plus en plus influencée par l'inflation passée. Si l'inflation courante ne baisse pas rapidement, les anticipations réagiront de plus en plus à l'inflation courante, poussant cette dernière à la hausse. Dans ce contexte, il a été fait référence aux importants déplacements vers le haut des anticipations relatives à l'inflation totale et à l'inflation sous-jacente (*core*) en 2024, telles qu'elles ressortent de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (SPF), qui fait état d'un risque accru de désancrage. Un déplacement vers le haut des anticipations d'inflation à moyen terme a également été observé dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs.

Dans ce contexte, les membres du Conseil sont convenus que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont essentiellement orientés à la hausse. Le principal risque à court terme est celui d'une nouvelle hausse des prix au détail de l'énergie. À moyen terme, l'inflation pourrait être plus élevée qu'escompté en cas d'augmentations des prix des matières premières énergétiques et alimentaires et d'une répercussion plus forte sur les prix à la consommation ; d'une détérioration durable de la capacité de production de l'économie de la zone euro ; d'une hausse persistante des anticipations d'inflation au-dessus de l'objectif de la BCE ; ou d'augmentations salariales plus fortes qu'attendu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie et un nouvel affaiblissement de la demande allégeraient les tensions sur les prix. Il a été souligné que les risques et leur orientation devraient être réévalués dans les projections de décembre des services de l'Eurosystème.

La mesure dans laquelle une possible récession limiterait les risques à la hausse pesant sur l'inflation à moyen terme constitue un point fondamental. Il a été avancé qu'une récession peu profonde ou technique ne permettrait probablement pas de maîtriser l'inflation, compte tenu de sa dynamique récente et du risque que les hausses de prix soient difficiles à inverser. Toutefois, il a été fait

référence au scénario baissier des projections de septembre qui prévoit une récession plus profonde en 2023 que dans le scénario de référence, et un taux d'inflation plus élevé en 2024. Il a été observé que tout effet modérateur résultant d'une récession pourrait être contrebalancé par une probabilité accrue d'effets de second tour en raison d'une inflation plus élevée à court terme, ce qui entraînerait une plus grande persistance de l'inflation et constituerait un risque à la hausse pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Il a été avancé qu'il existait un risque croissant de cercle vicieux, dans lequel les anticipations d'inflation plus élevées alimenteraient à la fois une hausse des prix et une hausse des salaires, et la crainte a été exprimée que ces effets pourraient être hautement non linéaires compte tenu de l'ampleur du choc. Il a également été avancé que la production économique potentielle pourrait être inférieure aux estimations actuelles. Une production potentielle plus faible impliquerait des tensions inflationnistes plus fortes et permettrait de réconcilier la différence entre les estimations de l'écart de chômage et celles de l'écart de production.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les coûts de financement des banques augmentent en réponse à la hausse des taux d'intérêt de marché, ce qui se traduit par des coûts d'emprunt plus élevés pour les entreprises et les ménages. Les prêts bancaires aux entreprises sont demeurés soutenus, tandis que les emprunts des ménages pour l'achat de leur logement ont atteint un point de retournement au cours de l'été. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique que les banques ont durci leurs critères d'octroi au troisième trimestre de l'année et prévoient encore de les durcir au quatrième trimestre. Il a été souligné que la transmission de la hausse des taux appliqués par les banques aux ménages était fortement dépendante de la période de fixation des taux d'intérêt dans les contrats de prêt hypothécaire, qui diffère sensiblement en zone euro d'une économie à l'autre.

Les membres du Conseil sont convenus que les conditions financières sur les différents marchés et les conditions de financement applicables aux différents types d'emprunteurs se sont nettement durcies en anticipation d'un resserrement plus rapide et plus important de la politique monétaire, tant dans la zone euro qu'au niveau mondial. Les rendements des obligations d'État dans la zone euro ont augmenté parallèlement aux taux d'intérêt sans risque, leurs écarts de rendement par rapport au taux OIS restant globalement inchangés depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de septembre. Les écarts de rendement ont été relativement peu sensibles aux modifications des anticipations relatives à la politique monétaire, ce qui reflète probablement le soutien apporté par l'instrument de protection de la transmission et par la communication sur la flexibilité des réinvestissements dans le cadre du PEPP.

Dans ce contexte, il a été souligné que le relèvement des taux d'intérêt décidé par le Conseil des gouverneurs en septembre ne s'était pas transmis sans heurt à tous les compartiments des marchés *repo*. Après l'entrée en vigueur de la décision de septembre relative aux taux d'intérêt, le recours à la

facilité de l'Eurosystème pour les prêts de titres contre espèces a atteint son deuxième niveau le plus élevé. Les tensions sur le marché *repo* se sont également reflétées dans le comportement de l'« écart de taux *swap* », c'est-à-dire l'écart entre les taux OIS et les rendements des obligations souveraines de même maturité, qui s'est creusé dans certaines juridictions, en partie en raison de la pénurie de collatéral.

La remarque a été faite que la volatilité sur les marchés financiers s'était accrue depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre, comme le montrent les turbulences sur les marchés obligataires qui ont été déclenchées par l'annonce du projet de budget initial du Royaume-Uni pour 2023. Il a été mentionné que, pendant une longue période, les mesures de politique monétaire des banques centrales avaient réduit la volatilité de manière significative et que le renversement dans une certaine mesure de cette situation pouvait être considéré comme un retour salutaire à des conditions de marché plus normales. Il a été jugé remarquable que la volatilité ait été particulièrement prononcée sur des marchés jugés traditionnellement à faible risque, comme les marchés monétaires et les marchés des obligations souveraines, où la volatilité est plus élevée depuis le début de l'année que sur les marchés d'actions. Toutefois, des mesures telles que la liquidité ou l'écart de taux achats-ventes (*bid-ask spread*) indiquent que les marchés de la zone euro ont continué de bien fonctionner.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant des propositions relatives à la politique monétaire, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les perspectives d'inflation continuent de se détériorer, l'inflation étant beaucoup trop forte et s'établissant à plusieurs reprises à un niveau supérieur aux projections. De plus, les tensions sur les prix se sont généralisées, l'inflation sous-jacente (*core*) et d'autres mesures de l'inflation sous-jacente affichant une tendance haussière. Ces évolutions indiquent un risque croissant que l'inflation s'enracine et que des effets de second tour et une spirale salaires-prix apparaissent. Un retour de l'inflation vers la cible de 2 % de la BCE a été jugé peu probable sans nouvelles mesures de politique monétaire déterminées, mesures qui souligneraient également l'engagement du Conseil des gouverneurs à ramener l'inflation sous contrôle et à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation.

En parallèle, il a été souligné que, malgré une accélération, la croissance des salaires pouvait encore être considérée comme modérée et qu'il n'y avait pas d'indication d'une spirale salaires-prix à l'heure actuelle. De plus, les tensions sur les prix provenant des marchés internationaux des matières premières se sont atténuées récemment et le ralentissement économique attendu, conjugué à la hausse des taux d'intérêt et au durcissement des conditions financières, freinera l'inflation à moyen terme.

Malgré une nette détérioration de la situation économique, il a été largement estimé que le ralentissement attendu de l'activité ne suffirait pas à freiner significativement l'inflation et ne

ramènerait pas à lui seul l'inflation projetée à la cible. Il a été avancé que, dans le cas d'une récession peu profonde, le Conseil des gouverneurs poursuivrait la normalisation et le resserrement de la politique monétaire, alors qu'il pourrait vouloir marquer une pause en cas de récession profonde et prolongée, susceptible de freiner plus nettement l'inflation. Dans ce contexte, l'attention a également été attirée sur la divergence entre la politique monétaire, qui devient moins accommodante, et les politiques budgétaires, qui deviennent plus expansionnistes.

Il a été réaffirmé que le Conseil des gouverneurs devait se concentrer pleinement sur son objectif principal et sur le retour au plus tôt de l'inflation à des niveaux proches de sa cible. Il a été fait référence aux résultats de l'évaluation stratégique de la BCE, qui avait souligné son engagement à agir avec force, en utilisant tous les instruments à sa disposition, pour remédier à tout écart négatif prolongé par rapport à la cible. La BCE doit maintenant montrer la même détermination face à une inflation qui dépasse sa cible, en luttant contre une inflation bien trop forte et en l'empêchant de s'enraciner, indépendamment de la détérioration des perspectives concernant l'activité économique.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, l'ensemble des membres sont convenus que, compte tenu des perspectives d'inflation actuelles, il était approprié de poursuivre la normalisation de la politique monétaire en retirant le caractère accommodant afin de garantir que la demande ne soit plus soutenue. Même si les mesures de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs produisent l'effet souhaité sur les conditions financières et de financement, le niveau actuel des taux directeurs de la BCE a été jugé encore accommodant, ce qui signifie qu'il convient de les relever à nouveau. L'opinion a été largement partagée selon laquelle la normalisation de la politique monétaire doit se poursuivre afin de contrer le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation à long terme et d'une possible spirale salaires-prix. Les dépassements successifs des chiffres d'inflation par rapport aux projections, l'incertitude accrue et les risques à la hausse qui pèsent actuellement sur les perspectives d'inflation ont été jugés comme justifiant de nouvelles mesures.

S'agissant de l'ampleur de la hausse de taux, la proposition de M. Lane de relever de 75 points de base les taux directeurs de la BCE a été soutenue par une très grande majorité des membres du Conseil. Une hausse de 75 points de base a été vue comme une réponse appropriée étant donné la période prolongée d'inflation excessivement élevée et le risque qu'elle puisse accentuer les tensions à moyen terme sur les prix. Il a été rappelé que l'orientation de politique monétaire restait accommodante et il a été affirmé qu'une hausse de 75 points de base constituait une étape nécessaire vers un niveau plus neutre. Cela reviendrait également à une nouvelle anticipation des hausses de taux d'intérêt permettant d'atteindre rapidement un niveau neutre. De plus, il a été noté que les intervenants de marché intégraient une hausse des taux de cette ampleur. Il a été avancé que

se situer au-dessous de ces anticipations de marché donnerait l'indication d'un élan d'assouplissement indésirable, susceptible de nuire à la confiance dans l'engagement du Conseil des gouverneurs à garantir la stabilité des prix. Il a été estimé que, dans le contexte actuel, alimenter l'incertitude quant à la façon dont le Conseil des gouverneurs réagira aux perspectives d'inflation pourrait encore accroître la volatilité des taux d'intérêt sans risque. Il a également été avancé que, lorsque la persistance d'un niveau élevé d'inflation était incertaine, une politique optimale appelait une réponse forte afin de réduire le risque que l'inflation demeure élevée trop longtemps.

Quelques membres ont exprimé une préférence pour un relèvement de 50 points de base des taux directeurs de la BCE, en tenant compte du fait que cette hausse de taux s'accompagnerait d'un signal indiquant la nécessité de nouveaux relèvements, d'une modification de la rémunération des réserves obligatoires et de l'ajustement des conditions applicables aux TLTRO III, ces trois éléments impliquant un resserrement supplémentaire de la politique monétaire. Même si la direction que prend la politique monétaire est claire, il est nécessaire de rester prudent concernant le rythme de l'ajustement. Un relèvement de 50 points de base a été jugé suffisant pour ajuster l'orientation de la politique monétaire de manière progressive et mesurée compte tenu de la fragilité du sentiment de marché, de l'accentuation du risque de ralentissement prononcé de l'activité économique et du resserrement déjà significatif des conditions de financement depuis le début du processus de normalisation. De plus, il a été avancé qu'un rythme de resserrement trop agressif pourrait avoir des répercussions sur la stabilité financière, sur l'activité économique et, au final, sur l'inflation.

Même si le sentiment s'est largement imposé qu'avec une hausse de 75 points de base, le Conseil des gouverneurs retirerait une part substantielle du caractère accommodant de sa politique monétaire, il était également évident que les taux devraient être de nouveau relevés pour atteindre un niveau permettant de satisfaire à l'objectif de 2 % à moyen terme de la BCE, malgré la nécessité de fonder les décisions sur les données disponibles et sur l'évolution des perspectives d'inflation et de la situation économique. Globalement, à la lumière des incertitudes actuelles, un large soutien a été exprimé à l'adoption d'une approche réunion par réunion et dépendante des données concernant les décisions de politique monétaire.

Un débat a eu lieu sur l'utilisation de concepts tels que le « taux neutre » ou le « taux terminal », qui sont des taux cohérents avec un retour de l'inflation à la cible à moyen terme, des points de vue différents étant exprimés sur le lien entre ces mesures et les scénarios des projections ou sur leurs propriétés à l'équilibre (*steady-state properties*). Dans le même temps, même s'il a été reconnu qu'il est difficile de s'appuyer sur des valeurs précises de ces taux, un consensus s'est dégagé sur la nécessité que le Conseil des gouverneurs poursuive, à l'avenir, le retrait du caractère accommodant de la politique monétaire en relevant à nouveau les taux d'intérêt. De plus, il a été mentionné que le resserrement de la politique monétaire devra sans doute se poursuivre après la normalisation de l'orientation de politique monétaire et son entrée en territoire globalement neutre. S'agissant de la

réunion de politique monétaire de décembre, il a été noté que le Conseil des gouverneurs disposerait de plus d'informations, ce qui a été jugé particulièrement précieux dans le contexte de forte volatilité sur les marchés et d'incertitude qui caractérise l'environnement actuel. De plus, les projections de décembre fourniront davantage d'informations sur l'horizon allant jusqu'en 2025, notamment une évaluation de la façon dont les risques de récession accrus, les évolutions des prix des matières premières et le resserrement des conditions financières observé depuis la réunion de septembre affecteront les perspectives d'inflation à moyen terme.

S'agissant des opérations de prêt en cours de la BCE, les membres du Conseil ont approuvé à l'unanimité la proposition de M. Lane de modifier les modalités appliquées aux TLTRO III. Cet ajustement a été considéré comme un élément essentiel du processus de normalisation de la politique monétaire en cours et du recalibrage de l'éventail d'instruments à la disposition du Conseil des gouverneurs afin de garantir la cohérence de l'ensemble des instruments de politique monétaire. De plus, il est conforme à la communication du Conseil des gouverneurs selon laquelle il se tient prêt à ajuster l'ensemble des instruments dont il dispose dans le cadre de son mandat afin de garantir un retour de l'inflation vers sa cible à moyen terme. Depuis le dernier recalibrage des TLTRO III, en décembre 2020, les perspectives d'inflation ont fondamentalement changé, du fait notamment de la guerre en Ukraine, qui a entraîné une crise de l'énergie impossible à prévoir à l'époque. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent dû recalibrer son orientation de politique monétaire, notamment les modalités appliquées aux TLTRO III, afin de remplir son mandat de stabilité des prix. À la lumière de la détérioration des perspectives d'inflation et du niveau toujours négatif des taux d'intérêt réels à court terme, il convient d'accélérer la transmission de la politique monétaire.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'une modification des modalités appliquées aux TLTRO III renforcerait la transmission des modifications des taux directeurs aux coûts de financement des banques et aux conditions du crédit bancaire pour les ménages et les entreprises, qui, à ce jour, ne reflètent pas pleinement le resserrement voulu de la politique monétaire. De plus, il a été avancé que maintenir le taux moyen des TLTRO III à un taux inférieur à celui de la facilité de dépôt pour le restant de leur durée de vie risquait de brouiller le signal de politique monétaire voulu, et par conséquent de remettre en question la détermination du Conseil des gouverneurs à ramener au plus tôt l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme.

Il a été noté que l'ajustement des modalités appliquées aux TLTRO III inciterait les banques à procéder au remboursement anticipé de leurs emprunts et leur donnerait la possibilité de le faire, ce qui contribuerait également à la normalisation du bilan de l'Eurosystème. Cette diminution de la taille du bilan a été vue comme nécessaire et comme une première étape utile avant d'envisager une réduction du portefeuille au titre du programme d'achats d'actifs (APP). Enfin, il a été noté qu'un remboursement de fonds empruntés au titre des TLTRO III réduirait le besoin en collatéral des

banques, lequel pourrait ainsi retourner vers le marché et contribuer à atténuer la pénurie de collatéral qui a entraîné des tensions sur les marchés *repo*.

Dans l'ensemble, les membres sont convenus que les arguments de politique monétaire en faveur de l'ajustement des modalités appliquées aux TLTRO III sont solides et que les effets qui en résulteront ne pourraient être obtenus par le biais d'autres mesures, comme l'a indiqué M. Lane dans sa proposition. Même si des effets secondaires ont été reconnus, il a été considéré que ceux-ci ne l'emportent pas sur les bénéfices tirés de l'ajustement des TLTRO III, qui est nécessaire pour préserver l'efficacité de la politique monétaire et, par conséquent, la capacité du Conseil des gouverneurs à atteindre au plus tôt son objectif d'inflation à moyen terme. Au vu de l'ensemble de ces arguments, l'ajustement a donc été jugé proportionné pour servir le mandat du Conseil des gouverneurs.

Les membres ont ensuite approuvé la proposition de M. Lane d'abaisser la rémunération des réserves obligatoires détenues par les établissements de crédit de la zone euro auprès de l'Eurosystème, en la faisant passer du taux des opérations principales de refinancement à celui de la facilité de dépôt, pour l'aligner plus étroitement sur les conditions en vigueur sur le marché monétaire.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP. Préserver la flexibilité existante des réinvestissements au titre du PEPP a été jugé prudent pour contrer les risques liés à la pandémie pesant sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, risques qui persistent encore dans l'environnement de marché actuel.

Au-delà de la configuration des taux d'intérêt directeurs de la BCE, il a été souligné que la taille importante des portefeuilles obligataires de l'Eurosystème continue de fournir un nouvel assouplissement monétaire significatif en comprimant les primes de terme. Permettre l'atténuation de la pression à la baisse exercée sur les primes de terme facilitera une élaboration plus efficace de la politique monétaire, contribuant ainsi à contenir l'inflation. À cet égard, il a été jugé nécessaire, après une évaluation des remboursements résultant de l'ajustement des TLTRO III et de leur impact sur les conditions financières, d'examiner la stratégie de réinvestissement du portefeuille détenu au titre de l'APP lors de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui se tiendra en décembre.

Les membres du Conseil se sont largement accordés avec M. Lane sur le fait que la politique monétaire doit rester dépendante des données et ne pas suivre une trajectoire prédéterminée, conformément à l'approche réunion par réunion pour la fixation des taux d'intérêt. Pour souligner l'engagement du Conseil des gouverneurs à atteindre sa cible d'inflation à moyen terme, il a été jugé important d'indiquer qu'il était prévu de relever à nouveau les taux d'intérêt afin de se prémunir contre le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation. La *forward guidance* sur les taux d'intérêt a été

largement considérée comme peu utile compte tenu de la forte incertitude qui prévaut actuellement. De même, indiquer l'ampleur des futurs ajustements de taux a été considéré comme impliquant le retour de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt, que le Conseil des gouverneurs ne jugeait plus nécessaire.

Le Conseil des gouverneurs a mis l'accent sur l'importance pour les autorités de remédier aux problèmes d'offre à l'aide de politiques structurelles et macroprudentielles appropriées, qui soutiendront la politique monétaire dans son rôle de maintien de la stabilité des prix. Enfin, il a été jugé approprié de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble des instruments dont il dispose dans le cadre de son mandat afin de garantir un retour de l'inflation vers la cible de 2 % à moyen terme.

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

Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 27 octobre 2022](#)

Communiqués de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

[La BCE recalibre les opérations de prêt ciblées afin de rétablir la stabilité des prix à moyen terme](#)

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

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 26-27 octobre 2022

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno*
- M. Elderson
- M. Hernández de Cos
- M. Herodotou
- M. Holzmann

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Kazāks
- M. Kažimír*
- M. Knot*
- M. Lane
- M. Müller
- M. Nagel
- M. Panetta
- M. Rehn
- M. Reinesch
- Mme Schnabel
- M. Scicluna
- M. Šimkus
- M. Stournaras
- M. Vasle*
- M. Villeroy de Galhau
- M. Visco
- M. Vujčić**
- M. Wunsch

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

** En tant qu'observateur.

Autres participants

M. Dombrovskis, vice-président exécutif de la Commission***

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

M. Rostagno, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Politique monétaire

*** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

M. Cassidy, remplaçant de M. Makhlouf

M. Demarco

M. Gavilán

Mme Goulard

M. Haber

M. Kelly

M. Koukoularides

M. Kuodis

M. Luikmel

M. Lünemann

M. Madouros

M. Nicoletti Altimari

M. Novo

M. Ódor

M. Rutkaste

M. Sleijpen

M. Tavlás

M. Ulbrich

M. Välimäki

M. Vanackere

Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

M. Proissl, directeur général Communication

M. Straub, conseiller auprès de la présidente

M. Arce, directeur général Questions économiques

Mme Rahmouni-Rousseau, directrice générale Opérations de marché

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 19 janvier 2023.