



Réunion des 14 et 15 juin 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 14 et le jeudi 15 juin 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, le narratif sur les marchés financiers avait évolué, les risques extrêmes au niveau mondial – liés aux tensions dans le secteur bancaire et au débat sur le plafond de la dette des États-Unis – étant remplacés par des inquiétudes relatives à une détérioration des perspectives macroéconomiques de la zone euro et aux tensions plus persistantes sur l'inflation sous-jacente (*core*) au niveau mondial.

Les conditions de marché ont continué de se normaliser au niveau mondial, les risques extrêmes pesant sur l'économie s'étant atténués. La volatilité des marchés financiers a nettement diminué pour l'ensemble des compartiments du marché et des pays, suggérant que les risques de tensions systémiques sont actuellement contenus. La volatilité implicite sur les marchés boursiers aux États-Unis, mesurée par l'indice de la volatilité VIX, a diminué pour s'établir à son niveau le plus bas depuis début 2020.

Les conditions de marché se sont également normalisées sur les différents compartiments dans la zone euro. Les banques ont repris l'activité d'émission sur le marché primaire non seulement pour les obligations sécurisées et les obligations senior, mais également, plus récemment, pour les obligations subordonnées. De plus, les écarts des taux des *swaps* sur actifs des banques pour les obligations subordonnées et senior se sont sensiblement réduits, mais sont restés légèrement supérieurs aux niveaux observés avant la faillite de Silicon Valley Bank (SVB). Les écarts de rendement des obligations émises par les sociétés non financières sont restés globalement stables et ont été inférieurs aux niveaux moyens enregistrés en 2022.

Les évolutions sur les marchés des obligations souveraines ont été encore plus favorables. Les écarts de rendement souverains par rapport aux taux des *swaps* au jour le jour (OIS) ont diminué lors des perturbations qui ont affecté les marchés en mars et ont continué de se réduire depuis. Le début des réinvestissements partiels ainsi que la fin attendue des réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) ont été absorbés sans heurt par le marché. Toutefois, les écarts de rendement souverains sont demeurés sensibles aux fondamentaux, comme le montre la réaction aux modifications récentes des perspectives en matière de notation.

Les mauvaises surprises s'agissant des données macroéconomiques ont suscité chez les investisseurs des inquiétudes quant à une détérioration des perspectives économiques. Toutefois, les évolutions sur les marchés d'actions contredisent l'hypothèse selon laquelle les marchés intègrent dans leurs prix un ralentissement économique sévère. Les indices boursiers relatifs aux banques et aux sociétés non financières de la zone euro n'ont enregistré que de faibles variations. De plus, les secteurs d'actions défensives, c'est-à-dire les actions qui ont tendance à être plus stables lors des périodes où un ralentissement économique est attendu, ont enregistré de moins bons résultats que les secteurs plus sensibles au cycle d'activité.

Les évolutions des rendements obligataires sans risque à long terme ont également fourni peu d'éléments indiquant que les mauvaises surprises concernant les données ont significativement marqué les perspectives de croissance économique. Une décomposition des rendements à long terme entre les taux réels et la composante inflation dans la zone euro a montré que les taux réels se sont inscrits en légère hausse depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 3 et 4 mai 2023, et seulement en légère baisse depuis la faillite de SVB.

Aux États-Unis, les taux d'intérêt réels ont continué de se redresser fortement après les perturbations dans le secteur bancaire. Les marchés n'intègrent plus dans leur prix le fait que les tensions dans le secteur bancaire créent un fossé important entre les perspectives de croissance dans la zone euro et aux États-Unis. Cela ressort également de l'écart entre les taux réels à dix ans, écart qui s'est de nouveau élargi et est désormais aussi important que début mars. La divergence entre les taux sans risque dans la zone euro et aux États-Unis s'est également reflétée dans le taux de change EUR/USD. L'euro s'est déprécié de 3 % environ depuis la précédente réunion de politique monétaire, suivant étroitement les variations des différentiels de taux d'intérêt.

S'agissant de l'évolution des anticipations relatives aux taux d'intérêt, la partie courte de la courbe à terme du taux à court terme de l'euro (€STR) est restée globalement inchangée. La courbe à terme intègre deux nouveaux relèvements des taux de 25 points de base – un relèvement lors de la présente réunion et un autre en juillet – ainsi qu'une probabilité de 20 % qu'une hausse supplémentaire de 25 points de base intervienne par la suite, impliquant que le pic du taux de la facilité de dépôt se situera légèrement au-dessus du niveau qui était attendu au moment de la précédente réunion de politique monétaire. L'inversion de la courbe à terme s'est modérée.

En revanche, aux États-Unis, la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux s'est nettement déplacée vers le haut depuis la précédente réunion de politique monétaire.

L'incertitude relative à la trajectoire future de la politique monétaire dans la zone euro a sensiblement diminué depuis la faillite de SVB. La volatilité des taux d'intérêt à court terme attendus dans la zone euro a atteint son niveau le plus bas depuis mai 2022, avant le début du cycle de relèvement des taux par la BCE, reflétant la convergence croissante des anticipations des intervenants de marché relatives à la politique monétaire.

La diminution de l'incertitude relative à la trajectoire à moyen terme des taux directeurs de la BCE semble en légère contradiction avec les anticipations d'inflation des intervenants de marché. Les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation ont continué d'augmenter progressivement par rapport à leurs points bas de mi-mars. Il convient de noter que cette réévaluation est intervenue en dépit de données macroéconomiques plus faibles, de publications de données relatives à l'inflation moins élevées que prévu et de la baisse des prix des matières premières. La hausse des taux des *swaps* indexés sur l'inflation pourrait être attribuée en partie à la hausse des primes de risque sur l'inflation, reflétant également le fait que les prix de nombreuses matières premières ont été soumis à des risques à la hausse importants, pour lesquels les investisseurs ont demandé une compensation. Ces risques ont également trait aux prix des produits alimentaires, qui ont été exposés à des risques à la hausse liés à la guerre menée par la Russie en Ukraine ainsi qu'à une probabilité accrue que des phénomènes météorologiques extrêmes plus fréquents se produisent cette année en raison d'El Niño. Le second facteur accentuant la compensation de l'inflation a été la hausse des taux attendus pour l'inflation *core*.

Les mesures de la compensation de l'inflation à long terme extraites des instruments de marché dans la zone euro se sont orientées à la hausse depuis l'été 2022, dans un contexte relativement volatil. La tendance à la hausse persistante de ces mesures a été unique parmi les principales zones monétaires. Les prix des options signalent également un accroissement des risques à la hausse pesant sur l'inflation. Des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché aussi élevées et en hausse à moyen et long terme indiquent que les investisseurs peuvent avoir des doutes sur le fait que la trajectoire des taux directeurs de la BCE actuellement intégrée dans les cours soit suffisante pour maîtriser rapidement l'inflation. Les taux OIS réels à un an dans un an sont actuellement inférieurs de 45 points de base à leur niveau observé avant la faillite de SVB et devraient demeurer à 0,25 % environ ou à un niveau plus bas au cours des prochaines années.

Mme Schnabel a ensuite évoqué l'impact sur le marché de certaines des décisions de politique monétaire prises récemment par la BCE. Comme annoncé en février, le plafond appliqué à la rémunération des dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème et au taux des dépôts des non-résidents de la zone euro détenus dans le cadre des services de gestion des réserves de l'Eurosystème a été fixé au taux à court terme de l'euro (€STR) minoré de 20 points de base à

compter du 1er mai 2023. Globalement, le nouveau niveau de rémunération de ces dépôts a produit les effets attendus. Toutefois, les évolutions seront suivies avec attention afin d'évaluer si le taux a été correctement calibré.

S'agissant des implications des importants remboursements à venir conformément au cadre de l'opération de refinancement à plus long terme ciblée en juin, les banques devraient principalement puiser dans les excédents de liquidité et recourir au financement de marché. Le recours aux opérations de refinancement régulières de la BCE – les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois – constituerait un choix naturel pour les banques qui ont besoin d'autres sources de financement.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant tout d'abord des perspectives de l'économie mondiale, M. Lane a rappelé qu'après un rebond au premier trimestre de l'année, la croissance de l'économie mondiale s'est ralentie, en particulier dans les économies avancées, et a été fortement concentrée sur le secteur des services. L'écart entre les indices des directeurs d'achat relatifs à la production mondiale pour le secteur des services et pour le secteur manufacturier a atteint un point haut historique. L'euro s'est déprécié aussi bien vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux depuis la dernière réunion de politique monétaire. Les contrats à terme sur le pétrole sont restés globalement stables et les prix des contrats à terme sur le gaz naturel sont plus bas qu'au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de mai. Les prix des matières premières hors énergie ont fléchi, les prix des produits alimentaires et des métaux s'inscrivant en baisse par rapport à la dernière réunion.

L'économie de la zone euro a stagné ces derniers mois : la contraction de la consommation publique et privée et une contribution négative des stocks n'ont été que partiellement contrebalancées par une augmentation des échanges commerciaux nets et de l'investissement. L'investissement des entreprises a bien résisté au premier trimestre 2023, grâce à l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, avec notamment la reprise de la production automobile. Dans le même temps, les données d'enquêtes ont fait état d'une reprise seulement modeste au deuxième trimestre de l'année.

Dans la zone euro également, les évolutions ont fortement divergé selon les secteurs. Les données quantitatives et les enquêtes ont indiqué une activité très faible dans le secteur manufacturier, dans un contexte de demande atone et de réduction des arriérés de commandes. En revanche, le secteur des services a continué de bien résister, bénéficiant toujours du soutien que la réouverture de l'économie apporte aux services nécessitant de nombreux contacts. Toutefois, les profils d'évolution historiques suggèrent que la faiblesse du secteur manufacturier pourrait se propager au secteur des

services au cours des prochains mois. Une raison possible d'envisager un ralentissement décalé dans les services tient au fait qu'il a été constaté que la politique monétaire exerce un effet plus fort et plus rapide sur le secteur manufacturier que sur les services.

L'impact restrictif de la politique monétaire a progressivement atteint les composantes de la demande agrégée qui sont généralement plus sensibles aux modifications des taux d'intérêt, à savoir l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises, ainsi que la consommation de biens durables. Les anticipations d'une hausse des taux hypothécaires ont fortement pesé sur l'attractivité perçue de l'immobilier résidentiel comme investissement, tandis que les indicateurs à court terme laissent présager un ralentissement de l'investissement des entreprises en raison du durcissement des conditions de financement et de la diminution des commandes. Les consommateurs ont également été moins enclins à effectuer de gros achats et les données tirées d'enquêtes laissent penser qu'une part croissante des ménages ayant contracté des prêts à taux variables devrait rencontrer des difficultés pour respecter les échéances de remboursements des prêts. Dans le même temps, on s'attend toujours à un redressement de la consommation privée, alimentée par la demande latente résiduelle pour les services nécessitant de nombreux contacts à la suite de la pandémie et par la hausse des revenus liée aux augmentations des salaires nominaux et à la hausse de l'emploi. À plus long terme, on s'attend également à une faible hausse des exportations.

Les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro ont légèrement revu à la baisse les perspectives de croissance du PIB pour 2023 et 2024, tout en les laissant inchangées pour 2025. La croissance annuelle moyenne du PIB en volume devrait se ralentir pour s'établir à 0,9 % en 2023 (après 3,5 % en 2022), avant de rebondir à 1,5 % en 2024 et à 1,6 % en 2025.

La production devrait augmenter sur l'horizon de projection. Du côté de l'offre, les évolutions favorables incluent l'expansion en cours de la capacité productive après la pandémie, l'atténuation des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et l'augmentation de l'offre de main-d'œuvre (y compris par le biais de l'immigration). La demande devrait augmenter en raison de la hausse des revenus domestiques, soutenue par la robustesse du marché du travail ; de l'amélioration des termes de l'échange et de la diminution associée de l'incertitude ; et de la reprise de la demande étrangère. Dans le même temps, l'ampleur de la reprise de la demande sera limitée par le resserrement de la politique monétaire de la BCE. Conjugué au retrait progressif des mesures de soutien budgétaire, le durcissement des conditions de financement limitera l'activité économique à moyen terme.

Les risques à la baisse pour la croissance économique incluent la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine ainsi qu'une aggravation des tensions géopolitiques globales, qui sont de nature à fragmenter les échanges commerciaux au niveau mondial et donc à peser sur l'économie de la zone euro. La croissance pourrait aussi être plus lente si la transmission de la politique monétaire de la BCE était plus vigoureuse que prévu. Un regain de tensions sur les marchés financiers pourrait se

traduire par des conditions de financement encore plus strictes qu'attendu et altérer la confiance. De plus, une croissance plus faible de l'économie mondiale pourrait freiner davantage encore l'activité économique au sein de la zone euro. Cependant, la croissance pourrait être plus soutenue qu'attendu si la solidité du marché du travail et le recul des incertitudes stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises.

Le marché du travail demeure dynamique. Le taux de chômage s'est établi au niveau historiquement bas de 6,5 % en avril. L'emploi a continué de bénéficier d'une forte augmentation de la population active, tandis que la demande de main-d'œuvre est restée à des niveaux élevés, notamment en raison du maintien de sureffectifs (*labour hoarding*). Dans le même temps, le nombre moyen d'heures travaillées par personne employée est resté légèrement inférieur aux niveaux d'avant la pandémie. Les pressions sur les salaires ont continué de se renforcer, accentuant les tensions inflationnistes sous-jacentes. Toutefois, les récentes hausses de salaire ont été globalement conformes aux projections de mars établies par les services de la BCE et n'ont donc pas conduit à une réévaluation des pressions salariales pour 2023 dans les projections de juin. Dans le même temps, dans certains secteurs, les niveaux des profits ont placé les employeurs dans une position favorable pour absorber les hausses de salaire même si les possibilités de hausse des prix se sont réduites.

Des hausses importantes des profits unitaires ont été observées entre le premier trimestre et le quatrième trimestre 2022 dans l'ensemble des secteurs, allant de 15 % environ dans les services nécessitant de nombreux contacts à 23 % environ dans l'agriculture. Au premier trimestre 2023, en revanche, des divergences ont commencé à apparaître entre les secteurs. Si les profits unitaires ont fortement augmenté dans les secteurs de l'énergie, des services collectifs et de la construction, ils ont diminué dans le secteur manufacturier et les secteurs des services nécessitant de nombreux contacts. Cela implique que les importantes hausses de salaire ne se sont pas répercutées sur les clients au premier trimestre. Les premières données indiquant une diminution des profits unitaires dans le secteur manufacturier et les services nécessitant de nombreux contacts ont été cohérentes avec l'hypothèse de référence d'une baisse des profits unitaires présentée dans les projections de juin.

L'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisée (IPCH) est revenue à 6,1 % en mai contre 7,0 % en avril. Après une accélération en avril, la hausse des prix de l'énergie a renoué avec la tendance baissière observée depuis l'automne dernier. La hausse des prix des produits alimentaires devrait avoir atteint un pic en mars et s'est établie à 12,5 % en mai. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires (IPCHX ou inflation *core*) s'est également ralentie pour le deuxième mois consécutif, ressortant à 5,3 %. S'agissant des tensions en amont concernant la hausse des prix des produits alimentaires et des biens, une amélioration continue a été observée en amont du processus de production. Cette amélioration devrait se traduire par une diminution des pressions exercées par les coûts des consommations intermédiaires sur le reste de l'année.

Plusieurs indicateurs de l'inflation sous-jacente – notamment les mesures à moyenne tronquée, les mesures reposant sur des exclusions de postes et les indicateurs fondés sur des modèles, tels que la Composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) – ont montré des signes de ralentissement. L'indicateur « *Supercore* » et les composantes sensibles aux salaires de l'IPCHX se sont stabilisés, tandis que l'inflation domestique a continué d'augmenter, reflétant la poursuite de la forte croissance des salaires et de la demande de services nécessitant de nombreux contacts. Cette configuration laisse penser que les déterminants externes de l'inflation sous-jacente (la hausse des coûts de l'énergie et les goulets d'étranglement au niveau de l'offre) s'atténuent, mais la hausse des salaires et les effets continus de la réouverture de l'économie exercent encore des pressions à la hausse sur la composante domestique de l'inflation sous-jacente.

Les dynamiques différentes de la hausse des prix des biens par rapport à celle des services, qui sont liées aux différences en termes de négociabilité et de contenu en main-d'œuvre des différentes composantes de l'inflation, impliquent qu'il est important d'examiner séparément les mesures sous-jacentes de ces deux composantes de l'IPCH. En ce qui concerne la hausse des prix des biens, les mesures *Supercore* et PCCI ont toutes deux fléchi, la PCCI s'inscrivant sur une trajectoire baissière depuis fin 2022. L'ajustement à la baisse significatif de l'indicateur PCCI reflète largement le fléchissement des prix de l'énergie, une grande partie de la production de biens étant à forte intensité énergétique. La dynamique de la hausse des prix des biens a également suivi une trajectoire baissière. En revanche, s'agissant de la hausse des prix des services, les mesures sous-jacentes et la dynamique n'indiquent pas encore de baisse visible. Alors que l'indicateur PCCI relatif aux services s'est stabilisé, la mesure *Supercore* est toujours orientée à la hausse. La hausse des prix des services s'est légèrement ralentie en mai ; toutefois, ces données ont été en partie influencées par un nouvel abonnement mensuel moins cher pour les transports publics en Allemagne.

S'agissant des anticipations d'inflation, les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires ont maintenu inchangées leurs anticipations pour 2025 et 2026. L'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*) a montré que les perceptions et les anticipations d'inflation des consommateurs ont fortement baissé en avril et en mai, après la hausse temporaire observée en mars.

Les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse de l'IPCH total légèrement supérieure à la trajectoire envisagée dans les exercices précédents. L'inflation totale devrait se ralentir, revenant de 8,4 % en 2022 à un niveau moyen de 5,4 % en 2023, de 3,0 % en 2024 et de 2,2 % en 2025. L'impact baissier des hypothèses de prix de l'énergie plus bas a été plus que compensé par des révisions à la hausse des prix des produits alimentaires et de l'inflation *core*. Les tensions sous-jacentes sur les prix demeurent fortes. Les services de l'Eurosystème ont révisé en hausse leurs projections relatives à l'inflation *core*, en particulier pour cette année et la suivante, en raison des surprises à la hausse antérieures et des effets de la vitalité du marché du

travail sur le rythme de la désinflation. Les projections des services de l'Eurosystème prévoient à présent que l'inflation *core* s'établira, en moyenne, à 5,1 % en 2023, avant de revenir à 3,0 % en 2024 et à 2,3 % en 2025.

La guerre de la Russie contre l'Ukraine demeure un risque à la hausse significatif pour les perspectives d'inflation, car elle pourrait de nouveau entraîner une hausse des coûts de l'énergie et des produits alimentaires. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible d'inflation de 2 % de la BCE, ou des hausses de salaire ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé pourraient aussi entraîner une accélération de l'inflation, y compris à moyen terme. Les récents accords salariaux conclus dans plusieurs pays ont accru les risques haussiers pesant sur l'inflation. En revanche, une recrudescence des tensions sur les marchés financiers pourrait se traduire par un ralentissement de l'inflation plus rapide que prévu. Une contraction de la demande, due par exemple à une transmission plus forte de la politique monétaire, provoquerait aussi une baisse des tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. En outre, l'inflation se tasserait plus vite si le recul des prix de l'énergie et le ralentissement des hausses des prix des produits alimentaires se répercutaient sur les prix d'autres biens et services plus rapidement qu'anticipé actuellement.

Le resserrement de la politique monétaire continue de se transmettre aux coûts de financement des banques. Conjugué à l'augmentation des *spreads* sur obligations bancaires subordonnées et sur instruments hybrides, ainsi qu'à la hausse du coût des fonds propres pour les banques, l'impact du resserrement de la politique monétaire sur la courbe des rendements sans risque continue de faire monter les taux d'intérêt des prêts accordés aux entreprises et aux ménages. Le coût d'emprunt pour les entreprises a augmenté pour s'établir à 4,4 % en avril et les taux hypothécaires ont atteint 3,4 %. Les flux mensuels moyens de prêts aux entreprises ont été négatifs depuis novembre de l'année dernière, et les prêts se sont également légèrement contractés en avril. Les entreprises de petite taille et de création plus récente, qui tendent à être plus dépendantes du crédit bancaire, ont été confrontées à des hausses particulièrement fortes de leurs taux d'emprunt et à de faibles flux de prêts. Dans l'ensemble, la récente contraction du crédit a dépassé l'ampleur ressortant des profils d'évolution historiques.

La dynamique à court terme des agrégats monétaires a continué de s'affaiblir depuis le début de l'année. Le taux de croissance annualisé sur trois mois de M3 a été négatif depuis le début de l'année, malgré l'effet d'atténuation engendré par le déplacement des dépôts à vue vers les dépôts à terme. Cette évolution est liée au resserrement de la politique monétaire de plusieurs manières : dans un contexte de faible activité de prêt, les flux de prêts ne soutiennent pas la croissance de la masse monétaire ; la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème ponctionne mécaniquement la monnaie du système ; les banques ont augmenté leur financement à long terme, principalement via l'émission d'obligations, pour remplacer les fonds TLTRO arrivant à échéance ; et enfin, les émissions

supplémentaires d'obligations d'État ne sont pas totalement absorbées par les banques, une partie étant absorbée par d'autres secteurs, en particulier les ménages, ce qui a encore réduit M3.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Se fondant sur une analyse des trois éléments de la fonction de réaction de la BCE – les perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières disponibles, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire – M. Lane a proposé de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base lors de la présente réunion. Les profils d'évolution de l'inflation totale et de l'inflation *core* se sont déplacés vers le haut dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème par rapport à l'exercice précédent, quoique légèrement seulement pour 2025. Les indicateurs des tensions sous-jacentes sur les prix demeurent robustes, même si certains montrent quelques signes d'affaiblissement. Dans le même temps, le resserrement accumulé de la politique monétaire se confirme de plus en plus dans l'économie, le durcissement de l'orientation de politique monétaire semblant se faire progressivement sentir dans l'activité réelle.

M. Lane a également proposé de confirmer la fin des réinvestissements au titre de l'APP à compter de juillet. Au vu des évolutions favorables sur les marchés obligataires de la zone euro, les intervenants de marché s'attendent à un arrêt des réinvestissements. En outre, les investisseurs privés ont été en mesure d'absorber sans difficulté les émissions à grande échelle du secteur public depuis le début de la liquidation partielle de l'APP. Dans le même temps, préserver la possibilité de faire preuve de flexibilité dans les réinvestissements au titre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie comme première ligne de défense contre les risques de fragmentation reste justifié, également en vue de la fin proposée des réinvestissements au titre de l'APP en juillet.

La configuration actuelle des données et des projections plaide en faveur du maintien de la communication de l'orientation du Conseil des gouverneurs pour ses prochaines réunions de politique monétaire. Comme en mai, le Conseil des gouverneurs doit transmettre le message selon lequel les décisions futures feront en sorte que les taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de la cible, et qu'ils soient maintenus à ces niveaux aussi longtemps que nécessaire. L'accent mis sur la dépendance aux données permettra au Conseil des gouverneurs d'ajuster le cap, le cas échéant, dans un environnement qui demeure très incertain. D'ici la réunion de juillet, outre une nouvelle publication des données mensuelles relatives à l'inflation, le Conseil des gouverneurs sera également en mesure d'observer l'impact du remboursement de l'importante opération TLTRO III arrivant à échéance fin juin ainsi que tout effet de marché lié à la fin des réinvestissements au titre de l'APP en juillet. En outre, d'autres données relatives à l'incidence des mesures prises par le Conseil des gouverneurs seront

disponibles, dont les nouveaux résultats de l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et de l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises. L'accent mis sur la dépendance aux données et sur une fonction de réaction claire fournit un cadre approprié pour refléter ces informations dans les futures décisions relatives aux taux directeurs.

Conformément à sa stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a dû évaluer de manière approfondie l'interaction entre la politique monétaire et la stabilité financière lors de la présente réunion. Les perspectives de stabilité financière sont demeurées tendues depuis la dernière évaluation du Conseil des gouverneurs, en décembre 2022. Le durcissement des conditions de financement a accru les coûts de financement des banques et le risque de crédit associé aux encours des prêts. Combinés aux tensions récentes dans le système bancaire américain, ces facteurs pourraient donner lieu à des tensions systémiques et peser sur la croissance économique à court terme. Une contraction des marchés immobiliers, qui pourrait être amplifiée par la hausse des coûts d'emprunt et une augmentation du chômage, est un autre facteur qui pèse sur la capacité de résistance du secteur financier. Cela étant, les banques de la zone euro disposent de positions de capital et de liquidité solides, qui atténuent ces risques pour la stabilité financière. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation présentée par M. Lane, selon laquelle la révision à la baisse des anticipations relatives à la demande extérieure – malgré la réouverture de la Chine – et à la dynamique des prix à l'importation des concurrents constituaient deux éléments importants des projections établies par les services de l'Eurosystème. Le ralentissement de la hausse des prix dans le reste du monde contribuera à contenir le pouvoir en matière de fixation des prix et, au final, à freiner l'inflation *core* dans la zone euro. La question a été soulevée de savoir si les effets possibles de la faiblesse de l'économie chinoise avaient été pleinement pris en compte dans les perspectives des projections relatives à la demande extérieure adressée à la zone euro et si la Chine pourrait devenir une source de désinflation mondiale. Dans le même temps, il a été avancé que les indices de surprise économique pour la Chine et les États-Unis étaient orientés à la hausse, ce qui invite à ne pas supposer que la croissance mondiale devrait se ralentir. 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 ajoutent de l'incertitude et de la volatilité aux perspectives d'activité et d'inflation mondiales, notamment en ce qui concerne l'énergie et les produits alimentaires. Dans ce contexte, il a été fait référence au récent rebond important des prix du gaz par rapport aux baisses antérieures.

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 l'économie avait stagné ces derniers mois. Comme au quatrième trimestre 2022, le PIB en volume s'est contracté de 0,1 % au premier trimestre 2023, en raison de la baisse de la consommation privée et publique. La croissance économique devrait rester faible à brève échéance, mais se renforcer dans le courant de l'année, à mesure du ralentissement de l'inflation et de la poursuite de la résorption des perturbations de l'offre. La situation est hétérogène entre les secteurs économiques : l'activité a continué de s'affaiblir dans le secteur manufacturier, en partie du fait d'une baisse de la demande mondiale et de conditions de financement plus strictes dans la zone euro, mais a bien résisté dans les services.

Il a été noté que le résultat du PIB en volume au premier trimestre 2023 implique une récession technique et qu'il est plus faible que le chiffre inclus dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, sans pour autant impliquer que l'économie fait face à une contraction importante. En outre, les estimations mécaniques présentées par M. Lane indiquent une croissance plus faible que prévu également pour le trimestre en cours et les trimestres suivants. De ce point de vue, les projections qui tablent sur une croissance du PIB en volume d'environ 1 % cette année et de 1 ½ % les années suivantes pourraient être optimistes. La question a été soulevée de savoir si la divergence actuelle entre le secteur manufacturier et le secteur des services était anormalement forte, la performance du secteur des services continuant de résulter d'un rééquilibrage de l'économie après la pandémie.

L'attention a été attirée sur la baisse de la demande intérieure au premier trimestre de l'année, qui pourrait être considérée comme un signe que le resserrement de la politique monétaire est en train d'atteindre l'économie réelle. Il a été suggéré que la transmission a fonctionné comme prévu, mais qu'elle a jusqu'à présent été masquée par des facteurs favorables à la croissance, en raison des coussins financiers et de l'épargne accumulée dont disposent les entreprises et les consommateurs, ainsi que de la reprise échelonnée à la suite des goulets d'étranglement au niveau de l'offre. Bien que toujours présent, le soutien de certains de ces facteurs favorables est en train de se dissiper. Pour l'avenir, il a été avancé que le scénario de référence des projections relatif à la croissance comporte un impact « prudent », peut-être trop limité, du resserrement de la politique monétaire. Cela s'explique par le fait que les effets des contraintes pesant sur l'offre de crédit et, plus largement, le rôle des effets quantité et hors prix dans le canal de transmission du crédit ne se reflètent généralement pas de

manière explicite dans les modèles macroéconomiques classiques. Toutefois, il a également été noté que peu d'éléments indiquent des restrictions quantitatives de l'offre de crédit, les banques étant bien capitalisées et rentables.

Les membres du Conseil ont examiné différents éléments des perspectives de croissance et des projections. Ils ont considéré que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se sont atténués comme attendu, et il a été noté que l'utilisation des capacités dans le secteur manufacturier était proche de ses points hauts historiques. Cela pourrait indiquer un besoin d'investissement supplémentaire sur l'horizon de projection. Dans ce contexte, il a également été fait référence à l'investissement supplémentaire nécessaire pour atteindre les objectifs climatiques de l'UE pour 2030, en particulier dans le secteur des ménages, estimé à 2 % du PIB par an en termes nets. S'il est possible qu'il y ait une éviction des investissements en raison de la hausse des taux d'intérêt, il est plus probable que les investissements liés au climat résultent de subventions et qu'ils résistent donc relativement bien au cycle des taux d'intérêt. Cela suggère que des risques à la hausse pèsent sur l'investissement. Un risque à la hausse concerne également la consommation, au vu de l'épargne accumulée qui demeure substantielle et de l'épargne supplémentaire plus élevée associée au taux d'épargne des ménages intégré dans les projections de juin.

Les membres du Conseil sont largement convenus que le marché du travail continue d'apporter une forte contribution positive. Près d'un million de nouveaux emplois ont été créés au premier trimestre 2023 et le taux de chômage s'est établi à un point historique de 6,5 % en avril. Le nombre moyen d'heures travaillées a également augmenté, même s'il reste légèrement inférieur à son niveau d'avant la pandémie. Dans ce contexte, il a été souligné que l'expansion du marché du travail est soutenue par la marge extensive, c'est-à-dire par les personnes qui rejoignent la population active, et il a été avancé que cela implique un meilleur processus d'ajustement qu'habituellement en Europe. Les travailleurs ayant un lien marginal avec le marché du travail cherchent un emploi et le nombre de personnes en situation de sous-emploi diminue fortement. Toutefois, il a été souligné que les entrées importantes sur le marché du travail impliquent une certaine fragilité, les nouveaux arrivants ayant besoin de temps pour apprendre de nouveaux métiers et donc bénéficier d'une certaine stabilité de l'emploi, ce qui ne peut être garanti que si l'économie ne se trouve pas bloquée par un resserrement excessif. Il a été indiqué que, si les tendances démographiques évoluent généralement lentement, dans le contexte post-pandémique actuel de pénurie de main-d'œuvre et de changements structurels rapides, l'impact de ces tendances sur les évolutions du marché du travail et sur les salaires pourrait devenir visible même sur un horizon de projection conventionnel.

L'accent a été mis sur le rôle que joue un niveau d'emploi élevé dans le soutien de la demande agrégée et sur l'accentuation des pressions salariales due à une augmentation du pouvoir de négociation des salariés. Le niveau élevé de l'emploi reflétant actuellement des améliorations du côté de l'offre, il est cohérent avec les anticipations selon lesquelles il n'y aura pas de récession importante

et que les tensions sur les prix s'atténueront avec le temps. Toutefois, il a été avancé qu'une situation combinant plein emploi et stagnation économique est difficile à rationaliser dans les modèles standard. En conséquence, la question a été soulevée de savoir s'il ne fallait pas s'attendre à ce que la loi d'Okun permette finalement d'établir une certaine cohérence entre le marché du travail et l'activité économique. La même relation pourrait également être à l'œuvre pour parvenir à un meilleur alignement de l'écart de chômage avec l'écart de production – deux mesures de la sous-utilisation des capacités qui ont été mal alignées ces derniers temps. Il a été avancé que l'augmentation potentiellement persistante des congés maladie, la baisse de la productivité et la diminution du nombre moyen d'heures travaillées pourraient affecter négativement la production potentielle. Dans ce contexte, il a été souligné que des réformes et des améliorations du côté de l'offre étaient nécessaires pour que la vigueur du marché du travail s'accompagne d'une plus forte croissance de la productivité.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'à mesure que la crise énergétique se dissipe, les gouvernements devraient retirer rapidement et de manière concertée les mesures de soutien correspondantes. Ce faisant, ils éviteraient d'accroître les tensions inflationnistes à moyen terme, ce qui exigerait sinon une réponse de politique monétaire plus forte. Les politiques budgétaires devraient être conçues de manière à rendre l'économie de la zone euro plus productive et à réduire progressivement les niveaux élevés de dette publique. Les mesures destinées à renforcer la capacité d'offre de la zone euro, en particulier dans le secteur de l'énergie, pourraient également contribuer à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. Il conviendrait de conclure sans tarder la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE. Il a été estimé que les risques dans le domaine budgétaire étaient orientés vers un retrait tardif et insuffisant des mesures de relance dans plusieurs juridictions et dans l'ensemble de la zone euro.

Dans ce contexte, les membres sont convenus que les perspectives économiques demeurent très incertaines. Il a été rappelé que les derniers chiffres et résultats du PIB obtenus à partir des modèles de « prévision en temps réel » (*nowcasting*) utilisés pour estimer des chiffres très récents ou actuels suggèrent déjà un risque à la baisse pour la croissance par rapport aux projections de juin. En outre, les risques à la baisse pour la croissance incluent la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ainsi qu'une aggravation des tensions géopolitiques globales, qui sont de nature à fragmenter les échanges commerciaux au niveau mondial et donc à peser sur l'économie de la zone euro. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets de la politique monétaire sont plus puissants que projeté. Un regain de tensions sur les marchés financiers pourrait se traduire par des conditions de financement encore plus strictes qu'attendu et altérer la confiance. Par ailleurs, une croissance plus faible de l'économie mondiale pourrait freiner davantage encore l'activité économique au sein de la zone euro. Cependant, la croissance pourrait être plus soutenue que projeté si la solidité du marché du travail et le recul des incertitudes stimulent la confiance et, partant, les dépenses des particuliers et des entreprises. Dans le même temps, il a été avancé que certains des facteurs de

risques mentionnés pourraient également aller en direction opposée. La politique monétaire pourrait se transmettre moins fortement que prévu, et l'économie mondiale pourrait croître plus rapidement qu'anticipé.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Même si les membres du Conseil ont considéré que la deuxième baisse consécutive de l'inflation *core* constitue un signal positif, le sentiment s'est imposé qu'il n'y a pour le moment pas d'éléments suffisants ou convaincants pour confirmer un point de retournement. Il a été souligné que la dynamique des prix est restée forte pour toutes les composantes de l'inflation, à l'exception de l'énergie. En outre, les résultats de l'inflation *core* continuent d'être obstinément plus élevés que prévu, indiquant par conséquent une plus grande persistance. Toutefois, à plus long terme, le degré de persistance sera probablement variable d'un secteur à l'autre – plus faible pour la hausse des prix des biens industriels non énergétiques et plus élevé pour la hausse des prix des services. De toute évidence, le rôle des chocs externes a déjà diminué et les principaux déterminants de l'inflation sont d'origine interne et incluent une forte contribution des salaires et des bénéfices. En particulier, on peut s'attendre à une forte croissance des prix des services d'hébergement pendant l'été, et l'impact des coûts de main-d'œuvre s'accroît. Il a été observé que, si la hausse des prix des produits alimentaires a commencé à se ralentir légèrement, elle reste élevée dans l'ensemble, et les risques géopolitiques ainsi que les facteurs météorologiques et climatiques, notamment El Niño, indiquent des risques à la hausse.

Cependant, des doutes ont été exprimés sur le fait de savoir s'il était justifié de mettre particulièrement l'accent sur l'inflation *core*, étant donné qu'elle n'est pas considérée comme un indicateur avancé de l'inflation totale future. En effet, à l'heure actuelle, l'impact de la détente des prix de l'énergie et des produits alimentaires implique que l'inflation *core* accuse un retard par rapport à l'inflation totale. Dans ce contexte, il a été rappelé qu'au-delà de l'inflation *core*, toutes les composantes de l'inflation totale doivent être analysées et que la BCE suit un large éventail de mesures de l'inflation sous-jacente. En outre, il a été rappelé que, si certaines mesures de l'inflation sous-jacente ont commencé à baisser, d'autres ont continué de croître fortement, et qu'une baisse de l'inflation sous-jacente ne serait pas suffisante pour garantir un retour de l'inflation à la cible de 2 %. S'agissant des projections de juin, un large consensus s'est dégagé sur le fait que la persistance de l'inflation et la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre constituent les facteurs principaux de la révision à la hausse de l'inflation *core*, en particulier pour 2023 et 2024. Dans le même temps, l'ampleur des révisions à la hausse de l'inflation a également été remise en question, à la lumière des dernières données plus encourageantes et en rapport avec les modifications des hypothèses sous-tendant les projections de juin par rapport à celles de mars, en particulier les hypothèses de hausse des taux d'intérêt, de baisse des prix de l'énergie et d'une appréciation de l'euro.

En ce qui concerne le rythme prévu de la baisse de l'inflation, il a été avancé que des facteurs désinflationnistes clairs sont à l'œuvre dans les premières phases du processus désinflationniste. Toutefois, il est important de se demander quels facteurs seront à l'œuvre vers la fin de l'horizon de projection, et si la poursuite de la désinflation sera plus difficile à mesure que l'inflation se rapproche de 2 %, étant donné que des anticipations de salaires ou d'inflation plus élevées pourraient s'être installées durablement d'ici là. À cet égard, il a été rappelé que la baisse anticipée de l'inflation vers 2 % est fondée sur l'atténuation des tensions sur les salaires ; que, d'ici 2025, les salaires réels devraient à peine avoir rattrapé les pertes enregistrées depuis 2019 ; et que les dynamiques des marges bénéficiaires et des bénéfices unitaires devraient s'inverser et amortir la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Il a été estimé que cela indique un « chemin très étroit » pour se rapprocher de la cible de la BCE en 2025. Il a été mentionné qu'aux États-Unis, l'inflation mesurée par l'indice *core PCE (Personal Consumption Expenditures)* des dépenses de consommation des ménages, bien qu'elle ait atteint un point de retournement bien plus tôt, se révèle également plus persistante et n'est pas parvenue à se modérer en ligne avec les projections publiées précédemment par le Comité fédéral de l'*open market*.

Les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction selon laquelle les tensions sur les salaires, même si elles reflètent en partie des paiements ponctuels, deviennent une source d'inflation de plus en plus importante. La rémunération par tête a augmenté de 5,2 % au premier trimestre 2023 et les salaires négociés de 4,3 %. De plus, dans certains secteurs, les entreprises ont pu conserver une rentabilité relativement élevée, notamment là où la demande a dépassé l'offre.

Il a été noté que la capacité à recruter de la main-d'œuvre qualifiée demeure le principal problème auquel les entreprises se heurtent. Tant que cela persistera, la création d'emplois s'accompagnera de tensions sur les salaires. En outre, le glissement conjoncturel des salaires (*wage drift*) entre salaires effectifs et salaires négociés est élevé, reflétant les tensions sur les marchés du travail. Des préoccupations ont été exprimées quant au fait que la persistance des tensions sur les salaires pourrait, à son tour, contribuer à une plus grande persistance des tensions d'origine interne sur les prix, en particulier à mesure que les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent dans un contexte de croissance modérée de la productivité et de maintien du pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix.

Cependant, il a été souligné que des tensions sur le marché du travail sont apparues dans le contexte d'un accroissement de la population active, du développement de contrats à court terme et des migrations – autant de facteurs qui tendent à réduire les tensions sur les salaires. Les nouveaux entrants tendent à accepter des emplois moins bien rémunérés, tandis que les personnes qui changent d'emploi (*job movers*) choisissent généralement des emplois de meilleure qualité qui s'accompagnent d'augmentations significatives de salaire. Les membres du Conseil ont évalué les

perspectives salariales sous différents angles. Il a été reconnu que le scénario de référence dans les projections de juin comprend une croissance significative des salaires nominaux. Les informations récentes ont indiqué une forte croissance des salaires dans plusieurs pays, mais il a été avancé que les résultats sont conformes aux projections de référence et n'impliquent pas de risque à la hausse. Toutefois, il a également été rappelé que les projections sont fondées sur l'hypothèse que les tensions résultant des négociations salariales s'atténueront progressivement. Par conséquent, tant que cette hypothèse n'est pas visible dans les données effectives et jusqu'à confirmation que les tensions sur les salaires sont arrivées à leur terme, un risque à la hausse pour la croissance des salaires demeure. En outre, compte tenu de la fixation échelonnée des salaires et du recours aux contrats à long terme en Europe, l'impact de la hausse des salaires devrait s'étaler sur de nombreuses années. De même, il existe un risque que, dans certains pays et secteurs, les négociations syndicales aillent au-delà d'un « rattrapage » ponctuel des salaires réels par rapport aux niveaux d'avant la pandémie et tentent de compenser la baisse tendancielle de la part salariale observée au cours des dernières décennies.

Selon les projections de juin, la croissance des salaires nominaux devrait rester bien au-dessus de sa moyenne historique. Toutefois, il a été suggéré que pour le moment, cette croissance pouvait encore être considérée comme modérée au regard de l'anticipation selon laquelle les salaires réels ne rattraperaient leurs pertes et ne retrouveraient leurs niveaux d'avant la pandémie qu'en 2025. Bien qu'il n'y ait actuellement aucun signe d'effets de second tour significatifs ou de spirale salaires-prix, une mise en garde a été exprimée quant au fait de ne pas sous-estimer le risque. Après tout, les niveaux des prix resteront élevés même à mesure que l'inflation diminue. La probabilité d'une spirale salaires-prix dépend *in fine* de la capacité et de la volonté des entreprises à absorber la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans leurs marges bénéficiaires. Cela dépendra de l'environnement économique dans lequel les entreprises opèrent, et donc de la politique monétaire. Dans ce contexte, il a été réitéré que les niveaux élevés d'inflation ne devaient pas favoriser des stratégies de « donnant-donnant » (*tit-for-tat*) dans lesquelles les travailleurs et les entreprises cherchent à compenser entièrement les hausses des prix et des coûts respectivement. Il a été rappelé que la zone euro a été touchée par un choc sur les termes de l'échange et que les décideurs politiques devraient indiquer que, dans de telles conditions, les partenaires sociaux ne gagneraient rien à viser une compensation totale. Dans un certain nombre de petits pays, la forte croissance des salaires et l'inflation élevée ont commencé à soulever des préoccupations concernant une réévaluation du taux de change réel et une perte de compétitivité par rapport aux autres pays. Il a été supposé qu'à l'avenir, cela pourrait également devenir un problème au niveau de la zone euro.

Les bénéficiés ont joué un rôle important dans les évolutions récentes des prix à la production, et il a été noté que, dans les projections, la baisse de l'inflation repose sur l'hypothèse que les marges vont se réduire. Cette hypothèse est jugée cohérente avec le comportement conjoncturel passé des marges par rapport aux évolutions des coûts de main-d'œuvre. Toutefois, il n'y a pas encore

d'éléments donnant l'assurance que les bénéfiques reviendront à des profils antérieurs dans l'environnement post-pandémie, et la dynamique des bénéfiques est robuste depuis un certain temps déjà, malgré des variations de l'activité. Il a été avancé que le comportement des marges dépendra au final de l'évolution du pouvoir de fixation des prix. Plus l'économie restera résiliente, plus le risque sera grand que les entreprises répercutent la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre sur leurs prix plutôt que de l'absorber via une réduction de leurs marges bénéficiaires.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation, les membres du Conseil ont pris note des évaluations par Mme Schnabel et par M. Lane des dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. Si la plupart des mesures s'établissent actuellement à environ 2 %, certains indicateurs restent élevés et doivent être surveillés de près. Il a été souligné que les mesures extraites des instruments de marché se situent clairement au-dessus de 2 %, mais qu'elles sont proches de 2 % après correction des primes de risque. Cependant, il a été avancé que même si les mesures demeurent probablement ancrées dans l'ensemble, elles se situent à des niveaux qui auraient précédemment été considérés comme préoccupants, et que la tendance est à la hausse.

Des signes encourageants ressortent de meilleures nouvelles provenant de la baisse des anticipations d'inflation à moyen terme dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs. Dans le même temps, il a été fait référence aux données qualitatives de l'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, qui font état d'un écart inhabituel entre les perceptions d'inflation et l'inflation effective. Cela suggère qu'il continue d'y avoir un risque de déplacement à la hausse des anticipations d'inflation, compte tenu également de la longue période d'inflation supérieure à la cible, malgré la forte baisse récente de l'inflation. Il a été avancé à cet égard que les anticipations d'inflation importent en définitive dans la mesure où elles modifient le comportement effectif des agents économiques et se manifestent ensuite dans la fixation des salaires ou des prix dans l'économie réelle.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé qu'il existe à la fois des risques à la hausse et à la baisse pour les perspectives d'inflation. Les risques à la hausse pesant sur l'inflation comprennent d'éventuelles nouvelles tensions à la hausse sur les coûts de l'énergie et des produits alimentaires, en lien également avec la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine. Une augmentation durable des anticipations d'inflation au-delà de la cible de la BCE, ou des hausses des salaires ou des marges bénéficiaires plus importantes qu'anticipé, pourraient aussi accentuer l'inflation, y compris à moyen terme. Les récents accords salariaux conclus dans plusieurs pays accroissent les risques haussiers pesant sur l'inflation. En revanche, une recrudescence des tensions sur les marchés financiers pourrait se traduire par un ralentissement de l'inflation plus rapide que prévu. Une contraction de la demande, due par exemple à une transmission plus forte de la politique monétaire, provoquerait aussi une baisse des tensions sur les prix, à moyen terme en particulier. L'inflation se tasserait en outre plus

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

Divers points de vue ont été exprimés sur l'évaluation des risques relatifs à la trajectoire de l'inflation. Il a été estimé que des risques à la hausse significatifs pour l'inflation totale et l'inflation *core* proviennent d'une plus grande persistance et de la forte dynamique des salaires sur l'ensemble de l'horizon de projection. Des risques à la hausse spécifiques sont associés aux hypothèses sur les prix des matières premières alimentaires, à de possibles dommages durables pour la capacité d'offre causés par les effets d'hystérèse, à des politiques budgétaires insuffisamment restrictives et à une transmission plus faible que prévu de la politique monétaire. Il a été reconnu que les erreurs de prévision passées et leurs conséquences sur la persistance accrue de l'inflation ont en partie été intégrées au scénario de référence, mais il a été estimé que la corrélation habituelle des erreurs de prévision au fil du temps implique encore un risque à la hausse pour la période à venir. Dans le même temps, il a été avancé que les dernières données sur la vigueur des salaires et les coûts de main-d'œuvre élevés ont déjà été largement intégrées aux projections de référence et pourraient par conséquent ne plus être considérées comme un risque à la hausse.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont généralement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'impact du resserrement de la politique monétaire sur la dynamique du crédit et la dynamique monétaire est jugé important. La faiblesse de l'activité de prêt bancaire et la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème ont conduit à un recul continu de la croissance annuelle de l'agrégat monétaire large. La dynamique du crédit s'est encore affaiblie du fait des taux d'emprunt plus élevés, du durcissement des conditions d'offre de crédit et de la baisse de la demande de prêts. Il a été soutenu que le rythme et l'ampleur de la contraction de l'activité de prêt ne peuvent s'expliquer uniquement par la hausse des taux directeurs ou par les fondamentaux, tels que l'activité économique. L'opinion a été exprimée que la faiblesse du crédit indique des risques croissants d'une intensification injustifiée de la transmission de l'orientation de la politique monétaire via le secteur bancaire.

Il a également été avancé, toutefois, que le crédit est resté relativement résilient face aux fortes hausses des taux, et que la contraction pourrait largement s'expliquer par le recul de la demande de prêts plutôt que par des contraintes d'offre de crédit. Il a en outre été soutenu que la faiblesse du crédit résulte principalement d'une diminution des prêts à court terme auxquels les entreprises ont eu recours pour financer des besoins en fonds de roulement accrus en lien avec le choc antérieur sur les prix de l'énergie. Des doutes ont été exprimés sur la question de savoir si la faiblesse du crédit dépasse l'échelle indiquée par les profils d'évolution historiques, car une telle comparaison dépend de la période considérée ainsi que d'autres paramètres inclus dans l'analyse. Il convient de tenir dûment compte des stocks et des flux de crédit, ainsi que de la liquidité accumulée qui y est associée. Il a été estimé qu'en réponse à l'inflation élevée, l'écart de prêt, c'est-à-dire l'écart du crédit bancaire par

rapport à une trajectoire qui serait cohérente avec les profils d'évolution conjoncturelle passés, tend à diminuer dans un premier temps et, seulement après, à augmenter ; par conséquent, il ne constitue pas une mesure fiable des restrictions d'offre de crédit dans un environnement inflationniste.

En outre, il a été souligné que le secteur bancaire de la zone euro a relativement bien surmonté les perturbations en mars et a été rentable. Il a été noté que, selon la supervision bancaire de la BCE, la rentabilité des banques a évolué favorablement depuis le début du resserrement de la politique monétaire, ce qui devrait soutenir les capacités de prêt des banques. En outre, selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, celles-ci disposent encore d'une importante trésorerie grâce aux mesures de soutien liées à la pandémie, ce qui devrait atténuer les préoccupations quant au fait que la demande de crédit n'est pas satisfaite. L'attention a été attirée sur les prochaines publications de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et de l'enquête téléphonique auprès des entreprises, qui devraient apporter un éclairage sur ces évolutions.

Dans le même temps, il a été largement reconnu que les conditions de financement s'étaient durcies pour les banques et que le crédit était devenu plus cher pour les entreprises et les ménages. Les coûts d'emprunt et les conditions non tarifaires appliqués aux entreprises semblent s'être ajustés plus rapidement que lors des précédents épisodes de durcissement. S'agissant des taux débiteurs bancaires, des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que de potentielles tensions sur les financements bancaires et une accentuation des perceptions du risque de crédit pourraient se traduire par des conditions de financement plus strictes que celles ressortant des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Dans ce contexte, il a été souligné que les conditions du crédit avaient été affectées non seulement par la hausse des taux directeurs de la BCE, mais aussi par la réduction du bilan de l'Eurosystème, en particulier dans le contexte des remboursements au titre des TLTRO III prévus en juin.

Il a été noté que le rythme rapide des relèvements des taux directeurs réduisait la solvabilité des emprunteurs et accroissait les risques perçus par les banques, comme indiqué dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, ce qui pourrait freiner l'activité de prêt de façon significative. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que le durcissement du crédit – en particulier les conséquences de la réduction du revenu disponible net des ménages due à une hausse des coûts du service de la dette pour les prêts hypothécaires à taux variable – ne s'était pas encore pleinement diffusé à l'économie réelle. Dans les juridictions où les prêts hypothécaires à taux fixes prévalent, l'impact de la hausse des taux a été plus modeste et s'est matérialisé principalement via le flux de prêts nouveaux plutôt que par le biais du stock de prêts hypothécaires en cours. Il a été avancé que des périodes longues de fixation du taux pour la dette hypothécaire, la lente augmentation des taux des dépôts et les niveaux toujours élevés des excédents d'épargne atténuent ou ralentissent la transmission du durcissement des conditions du crédit aux ménages. Il a été rappelé que la part des prêts hypothécaires à taux fixe avait augmenté dans plusieurs juridictions pendant la période de bas

niveaux des taux d'intérêt, freinant probablement la transmission de la politique monétaire par rapport aux précédents historiques.

Le Conseil des gouverneurs a procédé à son évaluation semestrielle approfondie de la relation entre la politique monétaire et la stabilité financière. Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les perspectives de stabilité financière étaient demeurées tendues depuis la dernière évaluation, en décembre 2022, le durcissement des conditions financières accroissant les coûts de financement des banques et le risque de crédit associé aux encours de prêts. Dans ce contexte, il a été jugé qu'il existait un risque qu'un resserrement excessif de la politique monétaire puisse entraver la transmission harmonieuse de la politique monétaire et accroisse les risques de fragmentation. Une contraction des marchés immobiliers, qui pourrait être amplifiée par la hausse des coûts d'emprunt et une augmentation du chômage, est un autre facteur pesant sur la résilience du secteur financier. Dans le même temps, les membres du Conseil ont exprimé leur confiance dans la solidité des positions de capital et de liquidité des banques de la zone euro et dans le fait que la politique macroprudentielle restait la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'évaluation de l'orientation de politique monétaire, les membres du Conseil ont estimé que les conditions de financement s'étaient durcies depuis la réunion de politique monétaire de mai, avec la transmission vigoureuse des relèvements de taux passés aux conditions financières et de financement. Il a toutefois été noté que les rendements obligataires réels à long terme avaient renoué avec les niveaux observés en début d'année. Les anticipations des marchés concernant la trajectoire des taux directeurs, telles qu'intégrées dans les courbes des taux à terme et ressortant des enquêtes, sont également demeurées relativement stables depuis la réunion précédente, intégrant globalement deux relèvements de taux de 25 points de base pour les réunions du Conseil des gouverneurs de juin et de juillet.

Dans ce contexte, il a été avancé que les intervenants de marché seraient surpris par la révision à la hausse de l'inflation, en particulier de l'inflation *core*, dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Cela pourrait déclencher une réévaluation de la courbe à terme. Il a été estimé que le niveau du pic du taux d'intérêt de la facilité de dépôt, ainsi que sa durée, tels qu'intégrés dans les courbes des taux à terme et ressortant des projections établies par les services de l'Eurosystème, pouvaient être jugés insuffisants pour ramener l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme, l'inflation restant toujours supérieure à 2 % en 2025 selon les projections. Toutefois, il a également été souligné que la courbe à terme intégrée dans les projections établies par les services de l'Eurosystème prévoyait des réductions de taux d'intérêt par la BCE au premier

semestre 2024, en ligne avec l'enquête auprès des analystes monétaires. Les taux directeurs se rapprochant du pic du cycle de taux d'intérêt, l'arbitrage perçu par les intervenants de marché entre le niveau du pic de taux et sa durée a été vu comme devenant plus important. Toutefois, il a également été avancé que, aussi longtemps que les perspectives de taux directeurs plus élevés de façon plus persistante ne seraient pas intégrées dans la structure à terme des taux d'intérêt de marché, cette trajectoire de politique monétaire ne se refléterait pas dans les conditions de financement.

Conformément aux trois principaux éléments de sa fonction de réaction communiqués par le Conseil des gouverneurs plus tôt dans l'année, les membres du Conseil ont évalué les évolutions intervenues depuis la précédente réunion de politique monétaire en lien avec les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation selon laquelle, avec la révision à la hausse de la trajectoire d'inflation dans les projections de juin, l'inflation devrait rester trop forte pendant une trop longue période, ce qui pose la question de savoir si elle reviendrait rapidement vers sa cible. Avec les révisions à la hausse de l'inflation totale et de l'inflation *core*, le retour vers la cible a encore été repoussé dans le futur.

De plus, les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation ont été jugés toujours d'actualité, en raison principalement d'une dynamique salaires-prix persistant davantage que celle intégrée dans les projections. En outre, il a été rappelé que, pour que les projections d'inflation se matérialisent, le Conseil des gouverneurs doit encore, au minimum, opérer deux hausses de taux d'intérêt successives en juin et en juillet, qui ont été intégrées dans les hypothèses sur lesquelles étaient fondées les projections.

Il a également été avancé que ramener l'inflation de chiffres très élevés à des niveaux plus modérés était plus facile que de réaliser un retour complet à l'objectif de 2 % à moyen terme. Dans ce contexte, il a été remarqué que le retour envisagé de l'inflation à 2 % vers fin 2025 pouvait être considéré comme trop tardif, car des risques pourraient se matérialiser entre-temps et maintenir l'inflation au-dessus de l'objectif de 2 %. Il est apparu important au Conseil des gouverneurs de souligner la symétrie de son objectif d'inflation, c'est-à-dire que les écarts par rapport aux 2 % sont vus comme également indésirables, à la hausse comme à la baisse. De plus, un scénario de forte inflation et de taux d'intérêt élevés a été jugé possible si les taux d'intérêt ne devenaient ni ne demeuraient suffisamment restrictifs.

En revanche, il a également été soutenu que les projections établies par les services de l'Eurosystème, ainsi que les dernières données relatives à l'inflation, indiquaient une atténuation progressive des moteurs initiaux de l'inflation du côté de l'offre, bien que les facteurs du côté de la demande gagnent en importance. L'inflation totale s'inscrit sur une trajectoire baissière depuis octobre 2022 et devrait encore diminuer sur l'ensemble de l'horizon de projection. De plus, les dernières données disponibles allaient dans le sens des anticipations du Conseil des gouverneurs,

ce qui a renforcé la confiance dans le fait que la politique monétaire se trouvait sur la bonne voie. Dans le même temps, le niveau actuellement élevé de l'incertitude a été souligné.

Il a été jugé important que la réponse du Conseil des gouverneurs à la révision à la hausse des perspectives d'inflation ne soit pas perçue comme une modification de sa fonction de réaction, mais plutôt comme une réponse appropriée dans le respect des paramètres de la fonction de réaction. L'accent a été mis sur les éléments montrant que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont dépassé 2 % et nécessitent un suivi attentif. En particulier, les mesures à long terme extraites des instruments de marché demeurent résolument élevées, ce qui pourrait en partie être attribué aux primes de risque, laissant penser que les investisseurs évaluent les risques à la hausse pour les perspectives d'inflation à long terme comme étant plus importants que les risques à la baisse. En revanche, plusieurs indicateurs des anticipations d'inflation tirés d'enquêtes se sont stabilisés voire inscrits en baisse. En tenant compte des différents éléments, les anticipations d'inflation ont été jugées encore largement ancrées, de nouvelles données montrant que le comportement de fixation des salaires et des prix dans plusieurs pays de la zone euro a commencé à se modérer.

Dans ce contexte, le poids accordé aux projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème par rapport aux données effectives dans l'évaluation de l'orientation de politique monétaire a été examiné. D'une part, il a été avancé que le Conseil des gouverneurs devrait se concentrer davantage sur les données que sur les projections pour procéder à son évaluation des perspectives d'inflation. Il a été affirmé qu'accorder davantage de poids aux données observables améliorerait les décisions de politique monétaire, en particulier en période d'incertitude élevée. D'autre part, il a été maintenu que les projections constituaient un apport important et utile au processus de décision du Conseil des gouverneurs. Elles apportent de la discipline et fournissent une référence essentielle pour les délibérations, et elles peuvent faire l'objet d'un examen minutieux, mais ne devraient pas être ignorées.

Les membres du Conseil ont également estimé que le niveau et la persistance de l'inflation sous-jacente représentaient une source de préoccupation. L'inflation *core* a de nouveau été nettement révisée à la hausse dans les projections de juin. Il a été rappelé que la forte croissance des salaires devenait l'un des principaux moteurs de l'inflation et que des éléments convaincants signalant que l'inflation sous-jacente avait atteint son pic faisaient toujours défaut, comme l'a souligné la présidente lors de sa récente audition devant le Parlement européen. Il a toutefois été souligné que, selon les données récemment publiées, l'inflation *core* s'est stabilisée et pourrait avoir atteint un point de retournement, même s'il s'écoulera probablement un peu de temps avant que les mesures de l'inflation sous-jacente ne s'engagent sur une trajectoire baissière régulière.

Dans ce contexte, il a été indiqué que le Conseil des gouverneurs ne devrait pas mettre trop l'accent sur le comportement de l'inflation *core*, son mandat concernant l'inflation totale. De plus, l'inflation

core n'est pas représentative du panier de consommation des ménages et, historiquement, n'a pas été un bon indicateur de l'inflation totale future dans la zone euro.

Enfin, en ce qui concerne l'évaluation de la transmission de la politique monétaire, les membres du Conseil sont généralement convenus que les taux d'intérêt sont désormais en territoire restrictif ; cela étant, le point à partir duquel l'orientation deviendrait suffisamment restrictive demeure indéterminé. Des éléments indiquent que le resserrement de l'orientation de politique monétaire est transmis aux conditions de financement, aux volumes de crédit et à l'économie réelle, tandis que la force de la transmission et les délais ultimes de transmission à l'inflation restent variables et incertains. Les taux d'emprunt plus élevés ont été vus comme contribuant à une atténuation de la demande, nécessaire pour freiner la dynamique de l'inflation sous-jacente. De plus, il a été indiqué que l'effet de resserrement des relèvements de taux d'intérêt était sujet à l'incertitude concernant le « taux neutre », qui pourrait être poussé à la hausse par les changements structurels des marchés du travail et pourrait lui-même être affecté par la politique monétaire. Dans ce contexte, il a été indiqué que les ajustements en faveur d'un meilleur fonctionnement du marché du travail nécessitaient du temps pour se faire pleinement sentir et bénéficieraient d'une conduite progressive et prudente de la politique monétaire.

Il a été observé que la transmission de la politique monétaire variait d'un pays de la zone euro à l'autre, dans la mesure où les dispositifs institutionnels ainsi que les politiques budgétaires et les autres politiques nationales différaient. Par conséquent, l'inflation réagit au resserrement de l'orientation de politique monétaire avec des délais différents selon les pays. Il a également été souligné que, la hausse des taux directeurs ayant été d'une rapidité sans précédent, on pouvait encore s'attendre à ce que les effets des précédents relèvements de taux se matérialisent et exercent un impact baissier sur la croissance et l'inflation. Il a toutefois été avancé que, si les anticipations d'inflation commençaient à se déplacer vers le haut en réponse à la période prolongée d'inflation élevée, la politique monétaire serait transmise avec moins de force. De plus, une part plus importante de services dans l'IPCH implique que les évolutions des taux d'intérêt ont mis plus de temps à affecter l'inflation agrégée. Globalement, l'incertitude concernant la transmission de la politique monétaire est très élevée, comme le montrent les différences importantes en matière d'effets estimés d'un modèle à l'autre.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans le contexte de ces considérations concernant la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, les membres du Conseil sont convenus que resserrer l'orientation de politique monétaire en relevant à nouveau les taux d'intérêt était justifié. Alors que la transmission des précédentes hausses de taux aux conditions de financement était vigoureuse et que ses effets se faisaient

progressivement sentir dans l'ensemble de l'économie – le durcissement des conditions de financement étant l'une des principales raisons pour lesquelles l'inflation devrait poursuivre son repli vers l'objectif de 2 % à moyen terme – selon les projections, l'inflation devrait encore rester trop forte pendant une trop longue période.

Il a été avancé que compte tenu de la détérioration des perspectives d'inflation, un signal fort était nécessaire, et ce, également du fait que les décisions prises précédemment n'avaient pas été suffisamment déterminantes pour ramener l'inflation à la cible de 2 % plus rapidement. À plus long terme, cependant, il a également été soutenu que poursuivre sur une trajectoire de resserrement progressif permettrait au Conseil des gouverneurs de suivre et d'évaluer l'impact des décisions de politique monétaire passées et d'assurer que les conditions financières s'ajustaient d'une manière cohérente avec le retour de l'inflation à l'objectif de 2 % à moyen terme. L'accent a été mis sur la nécessité d'un resserrement de la politique monétaire suffisamment restrictif et persistant. Il a été jugé essentiel de faire savoir que la politique monétaire avait encore du chemin à parcourir pour ramener au plus tôt l'inflation à sa cible. Il a été estimé que le Conseil des gouverneurs pouvait envisager de relever les taux d'intérêt au-delà de juillet, si nécessaire.

Un très large consensus a soutenu la hausse de taux de 25 points de base proposée par M. Lane, alors qu'une préférence a aussi été initialement exprimée pour une augmentation des taux directeurs de la BCE de 50 points de base étant donné le risque que la forte inflation devienne plus persistante. L'accent a été mis sur le mérite de maintenir une approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion dans un environnement incertain, en particulier avec des taux se rapprochant d'un possible pic.

Un très large consensus s'est également dégagé en faveur de la confirmation de la fin des réinvestissements au titre de l'APP à partir de juillet, comme l'a proposé M. Lane, même si une préférence a aussi été exprimée en faveur du recul de la décision à une date ultérieure, après évaluation des effets exercés sur la liquidité des banques par les remboursements au titre des TLTRO III de juin. Globalement, le fonctionnement des marchés obligataires de la zone euro a été considéré comme harmonieux depuis le début de la liquidation partielle de l'APP. De plus, la fin des réinvestissements, telle que signalée lors de la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, était attendue par les intervenants de marché. Il a toutefois été noté que la fin des réinvestissements coïnciderait avec les remboursements au titre des TLTRO III effectués en juin, qui retireraient d'importants volumes d'excédent de liquidité du système.

Il a été noté que, étant donné l'arrêt des réinvestissements au titre de l'APP, le Conseil des gouverneurs devait débattre de la question de savoir si de nouvelles mesures liées au climat devaient être envisagées afin de garantir que les mesures soient appropriées et alignées sur les objectifs de l'accord de Paris et de neutralité climatique de l'UE.

Les membres du Conseil sont généralement convenus que l'approche s'appuyant sur les données pour l'élaboration de la politique monétaire, conjuguée à la communication concernant la fonction de réaction de la BCE, a été très utile au Conseil des gouverneurs et devrait être à nouveau confirmée. Dans le même temps, il a été remarqué que, même si le Conseil des gouverneurs pourrait devoir continuer d'apporter des modifications supplémentaires aux taux d'intérêt, il devra également se tenir prêt à cesser de relever les taux si les données et les jugements d'experts le rendaient nécessaire.

D'ici juillet, et encore plus d'ici septembre, de nouvelles informations seront disponibles, qui permettront au Conseil des gouverneurs d'actualiser son évaluation des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission monétaire. Dans ce contexte, une approche s'appuyant sur les données et une optionalité réunion par réunion ont été jugées essentielles.

Il a également été estimé que le Conseil des gouverneurs devait souligner la nécessité de resserrer la politique budgétaire afin de freiner la demande et soutenir le processus de désinflation.

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 15 juin 2023](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 14- 15 juin 2023

Membres

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

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

* Membres ne disposant pas de droit de vote en juin 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 Assouan
- Mme Buch
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Haber
- M. Koukoularides
- M. Lünemann
- M. Madouros
- M. Martin
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- M. Šošić
- M. Tavlás
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

- M. Proissl, directeur général Communication
- M. Straub, conseiller auprès de la présidente
- Mme Rahmouni-Rousseau, directrice générale Opérations de marché
- M. Arce, directeur général Questions économiques

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 31 août 2023.