





2. Politique monétaire de la zone euro

- | | | |
|-----|---|----|
| 2.1 | Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi | 83 |
| 2.2 | Le durcissement de la politique monétaire s'est rapidement transmis aux conditions de financement | 87 |
| 2.3 | La politique monétaire face aux risques qui entourent la stabilité des prix | 92 |

2.1 Le resserrement de la politique monétaire s'est poursuivi

Les taux d'intérêt ont été le principal instrument du resserrement de la politique monétaire

En 2023, l'inflation s'est établie à 5,4 % dans la zone euro, soit un niveau largement supérieur à l'objectif de moyen terme de 2 % de la BCE. Comme l'inflation avait atteint 8,4 % en 2022, il s'agit d'un recul, qui s'explique principalement par la baisse des prix de l'énergie. Dans le même temps, la croissance économique s'est encore nettement essoufflée en 2023, tombant de 3,4 à 0,6 %. Outre la disparition des effets de la réouverture économique depuis la crise sanitaire, la politique monétaire restrictive a contribué à freiner la croissance de la demande agrégée. Ce ralentissement n'a pas pour autant plongé la zone euro dans une récession.

Les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont effectivement continué d'être rehaussés, de 450 points de base au total depuis juillet 2022. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a toutefois décidé de laisser les taux directeurs inchangés aux mois d'octobre et de décembre 2023, considérant qu'ils « se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif [d'une inflation de 2 % à moyen terme] ». Le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt est ainsi ressorti à 4 % en fin d'année, le taux des opérations principales de refinancement à 4,5 % et le taux de la facilité de prêt marginal à 4,75 %.

Le taux du marché monétaire à court terme (euro short-term rate, ou €STR) – soit l'objectif implicite de la politique de taux d'intérêt de la BCE – est resté proche du taux de la facilité de dépôt. Les liquidités restant abondantes dans le système bancaire, il n'a quasiment pas été recouru aux opérations principales de refinancement ni à la

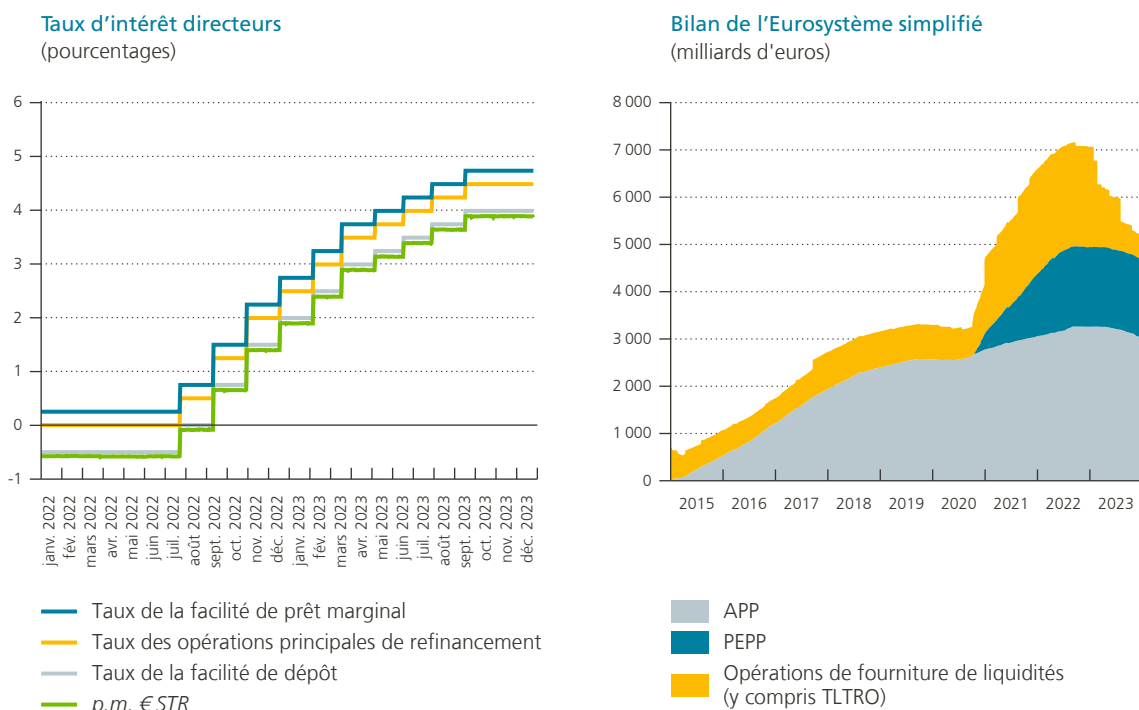
facilité de prêt marginal, et le taux de la facilité de dépôt a été de facto le principal taux directeur de la BCE. Pour rappel, la facilité de dépôt fixe le seuil en dessous duquel il n'est pas intéressant pour les banques de la zone euro de prêter des fonds au jour le jour. Cela étant, l'€STR a été légèrement inférieur au taux de la facilité de dépôt car il correspond au taux moyen auquel les banques peuvent se financer sans garantie sur le marché monétaire au jour le jour, y compris auprès d'institutions financières qui n'ont pas accès à la facilité de dépôt (et qui acceptent donc des taux inférieurs).

La réduction progressive des portefeuilles d'actifs de l'Eurosystème (comprenant les banques centrales nationales de la zone euro et la BCE) s'effectue de manière relativement passive, tout en faisant partie intégrante du processus de resserrement de la politique monétaire. En décembre 2022, le Conseil des gouverneurs avait décidé que, à partir de mars 2023, le portefeuille du programme d'achats d'actifs (Asset Purchase Programme, APP) serait réduit à un rythme mesuré et prévisible en réinvestissant partiellement les remboursements des titres arrivant à échéance. À partir de juillet 2023, il a mis un terme à ces réinvestissements partiels. Quant au programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), le Conseil des gouverneurs a décidé en décembre 2023 de ne plus réinvestir la totalité des remboursements à partir de juillet 2024 mais de réduire ce portefeuille de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année et de mettre un terme aux réinvestissements à la fin de 2024.

La taille du bilan total de l'Eurosystème a significativement diminué, principalement du fait de remboursements d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (targeted

Graphique 2.1

Les taux d'intérêt directeurs ont encore été relevés et le bilan de l'Eurosystème a continué de décroître



Sources : BCE, LSEG.

longer-term refinancing operations, TLTRO).

L'une des plus importantes échéances de remboursement de TLTRO est arrivée en juin 2023, soit trois ans après l'opération de juin 2020 octroyée au cœur de la crise du COVID-19 pour un montant total de crédits d'environ 1 300 milliards d'euros. Plusieurs remboursements anticipés ont été effectués avant l'arrivée à échéance, notamment à la suite du resserrement des conditions régissant les TLTRO à la fin de 2022. Le remboursement de juin 2023 s'est élevé à 477 milliards. La dernière échéance de remboursement de TLTRO tombera en décembre 2024.

La BCE a également procédé à des changements dans la mise en œuvre de sa politique monétaire

En juillet 2023, la BCE a décidé de ne plus rémunérer les réserves obligatoires que les banques détiennent auprès des banques centrales nationales. Les établissements de crédit sont tenus de

détenir un montant minimal équivalent à 1 % de certains passifs, essentiellement des dépôts à court terme de la clientèle. Dans les conditions actuelles d'abondance de la liquidité, les banques détiennent par ailleurs d'importantes réserves « excédentaires », soit des réserves détenues en sus des réserves obligatoires.

Néanmoins, les intérêts payés aux banques par les banques centrales nationales de l'Eurosystème pour les montants placés au titre de la facilité de dépôt ont augmenté en 2023, renforçant les attentes de pertes des banques centrales nationales. Les réserves excédentaires, qui sont restées substantielles cette année, ont continué d'être placées sur la facilité de dépôt, et donc d'être rémunérées au taux de celle-ci, lequel a été fortement relevé. En parallèle, le produit des actifs que les banques centrales détiennent n'a pas bénéficié de la même hausse. Nombre de ces actifs (et plus particulièrement les obligations souveraines) ne rapportent pas beaucoup d'intérêts puisqu'ils

ont été achetés en grande majorité lorsque les taux d'intérêt étaient bas (faire davantage baisser les taux à long terme était alors pour la BCE un moyen de raviver l'inflation). Ainsi, la Banque nationale de Belgique (ci-après, la Banque) a annoncé une perte de 580 millions d'euros lors de la clôture des comptes annuels de 2022.

Le montant des réserves détenues au niveau national détermine le montant des intérêts versés par les banques centrales nationales aux banques, mais ces dépenses d'intérêts sont intégralement mises en commun au niveau de l'Eurosystème. En Belgique, le cas d'Euroclear a attiré l'attention dans le contexte des sanctions financières prises à l'encontre de la Russie dans la foulée de l'invasion de l'Ukraine, à la suite desquelles Euroclear s'est retrouvée avec des actifs russes gelés. Elle a commencé à placer des fonds issus de ces actifs (perçus lors de l'encaissement de coupons ou de remboursements à l'échéance des titres) sur la facilité de dépôt de la Banque. La Banque rémunère ces réserves au taux de la facilité de dépôt mais, in fine, elle n'assume qu'une petite partie de cette rémunération car cette dernière est partagée au niveau de l'Eurosystème¹. Plus spécifiquement, chaque banque

¹ Cf. Willequet J. (2023), « [Risque partagé est à moitié plus léger : comment la BNB partage-t-elle les risques avec l'Eurosystème ?](#) », blog de la BNB, 22 septembre.

centrale supporte une part des charges agrégées de l'Eurosystème proportionnellement à sa part dans la clé de répartition du capital (soit 3,61 % dans le cas de la Banque).

Les administrations publiques peuvent également effectuer des dépôts auprès de l'Eurosystème: le plafond de leur rémunération a été revu à la baisse. Jusqu'en avril 2023, le plafond était fixé au taux le plus bas entre le taux de la facilité de dépôt et l'€STR. Depuis lors, il a été fixé à l'€STR minoré de 20 points de base. Cette décision reflète le souhait d'encourager une réduction de ces avoirs détenus auprès de l'Eurosystème de manière progressive et ordonnée, minimisant ainsi le risque d'effets négatifs sur le fonctionnement du marché monétaire et assurant la transmission harmonieuse de la politique monétaire.

En outre, une décision liée au cadre opérationnel futur de la politique monétaire se profile à l'horizon pour 2024, ce qui fournira des informations quant à la fin du processus de normalisation du bilan. Le cadre opérationnel concerne principalement la méthode employée pour piloter les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire, l'€STR en particulier. Un système dit « de corridor » prévalait avant 2008 dans la zone euro, selon lequel l'€STR (ou son équivalent de l'époque, le euro overnight index average ou EONIA) s'établissait entre le



taux de la facilité de dépôt et le taux de la facilité de prêt marginal. Ce taux à court terme fluctuait ainsi aux alentours du taux des opérations principales de refinancement. De nos jours, la BCE opère de facto dans un système dit « plancher ». La transition d'un système à l'autre s'est faite il y a quelques années à mesure que la BCE injectait des liquidités dans le système bancaire au travers de ses programmes d'achats et de ses opérations de crédit. Aujourd'hui, alors que la BCE a amorcé la réduction de la taille de son bilan, le cadre opérationnel redeviendrait un système de corridor si toutes les liquidités excédentaires disparaissaient du système bancaire. Cela étant, un retour à un système de corridor avec un bilan plus petit peut aussi aller de pair avec un retour de la volatilité de l'€STR à l'intérieur du corridor. Alternativement, la BCE pourrait décider de conserver un certain montant de liquidités excédentaires dans le système bancaire afin de pérenniser le cadre opérationnel plancher et de conserver un haut degré de contrôle des taux à court terme du marché monétaire. Un

système plancher peut essentiellement être mis en œuvre de deux manières. Dans un système plancher axé sur l'offre, la banque centrale assure un certain niveau de réserves excédentaires grâce à un portefeuille structurel d'actifs. C'est le système qui prévaut actuellement dans la zone euro et le choix qui a été fait pour l'avenir aux États-Unis par la Réserve fédérale. Dans un système plancher axé sur la demande, soit le système désormais privilégié par la Banque d'Angleterre, la banque centrale détient un portefeuille structurel d'actifs plus petit que dans l'option axée sur l'offre mais fournit un volume plus important d'opérations de crédit aux banques. Un inconvénient des systèmes plancher est qu'ils impliquent des risques allant de pair avec un bilan plus important de la banque centrale et une empreinte plus marquée sur les marchés financiers. Ces aspects, de même que de nombreux autres paramètres tels que la largeur du corridor, font l'objet de travaux et de discussions au sein des comités de l'Eurosystème et du Conseil des gouverneurs.



2.2 Le durcissement de la politique monétaire s'est rapidement transmis aux conditions de financement

L'évolution des taux sur les marchés financiers a reflété le resserrement de la politique monétaire

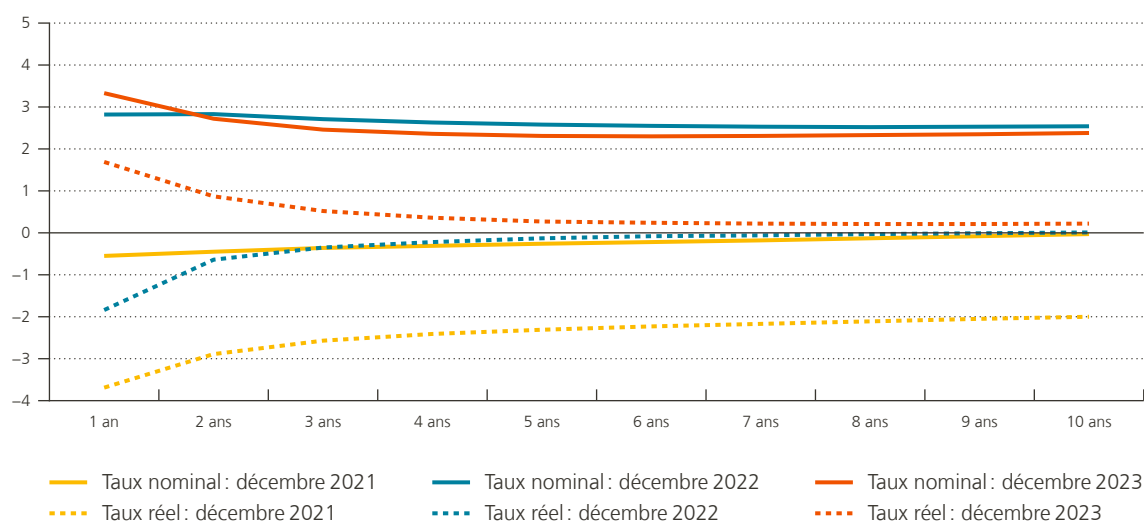
La courbe des taux sans risque est restée élevée pour toutes les maturités en 2023. La BCE contrôle les taux à court terme du marché monétaire et influence indirectement les taux à plus long terme au travers des attentes que forment les intervenants de marché quant aux futures décisions de

taux. La courbe de référence dans la zone euro, dite des « taux sans risque », reflète ces anticipations de marché. Cette courbe s'est inversée, c'est-à-dire que les taux à court terme sont devenus supérieurs à ceux à long terme, du fait de la progression soutenue des taux à court terme (directement liée à la hausse du taux de la facilité de dépôt), alors que les taux à plus long terme sont restés relativement stables. Ces derniers avaient déjà augmenté significativement avant le début de 2023, par

Graphique 2.2

Les évolutions des taux sans risque nominaux et réels ont reflété le durcissement de la politique monétaire¹

(pourcentages)



Sources: Bloomberg, LSEG.

¹ Les taux sans risque sont approximés par les taux des swaps indexés sur l'€STR (overnight indexed swaps). Les compensations pour l'inflation sont mesurées par les taux sur les swaps indexés sur l'inflation (inflation-linked swaps). Les taux réels sont obtenus en soustrayant les compensations pour l'inflation des taux sans risque. Moyenne des observations des mois de décembre.

effet d'anticipation du resserrement de la politique monétaire.

En termes réels, les taux sans risque s'affichent à un niveau relativement bas, ce qui met en perspective le degré de restriction de la politique monétaire. Les taux réels sont approximés en soustrayant la composante d'inflation des taux nominaux. Bien que l'augmentation des taux nominaux initiée à la mi-2022 paraisse assez agressive dans une perspective historique, celle-ci n'a qu'en partie reflété la hausse de l'inflation. De leur côté, les taux sans risque réels ont néanmoins grimpé (grâce à la stabilité des attentes d'inflation). À la fin de 2023, alors que les taux nominaux se situaient à un niveau relativement élevé suggérant une orientation assez restrictive de la politique monétaire, les taux réels étaient à peine supérieurs à zéro.

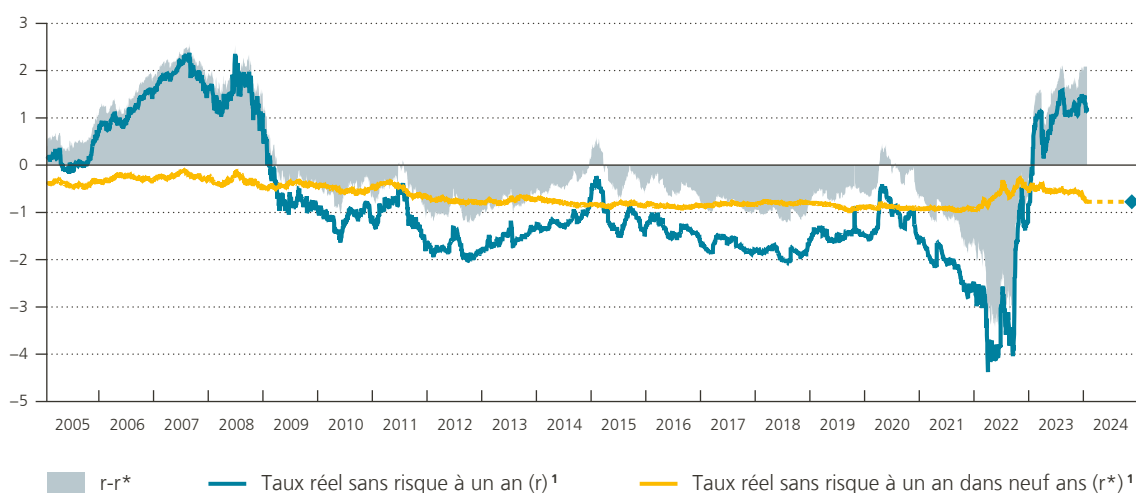
Il ressort de plusieurs mesures que l'orientation de la politique monétaire n'est restrictive que depuis peu et que cette orientation n'est pas particulièrement marquée. La différence entre le taux réel observé de la politique monétaire, r , et le taux réel d'équilibre, r^* (« r -star»), détermine en

principe l'orientation de la politique monétaire. Le taux r^* représente le niveau du taux de la politique monétaire qui, maintenu sur le long terme, implique un retour de l'économie à son niveau d'équilibre, c'est-à-dire une activité économique conforme à son potentiel et une inflation stable à 2%. Ce taux n'est pas directement observable et est donc souvent estimé au travers de modèles économiques, avec un degré d'incertitude significatif. Une approche consiste à approximer r^* par un taux forward réel à très long terme, comme le taux à un an dans neuf ans (soit le taux qui prévaut pour une période d'un an commençant dans neuf ans). Ce taux peut être comparé au taux à un an – qui incorpore l'augmentation récente du taux de la facilité de dépôt et les attentes à court terme – après l'ajustement de ces deux taux pour diverses primes de risque qu'ils contiennent. Cette mesure suggère que la politique monétaire n'est devenue restrictive (r supérieur à r^*) qu'à partir de la fin de 2022 et que le degré de restriction est moins prononcé qu'en 2005-2008. En outre, les taux forward indiquent que les marchés financiers s'attendent à ce que l'orientation de la politique monétaire redevienne plus ou moins neutre (r proche de r^*) d'ici la fin de 2024.

Graphique 2.3

La politique monétaire est, depuis peu, légèrement restrictive

(pourcentages)

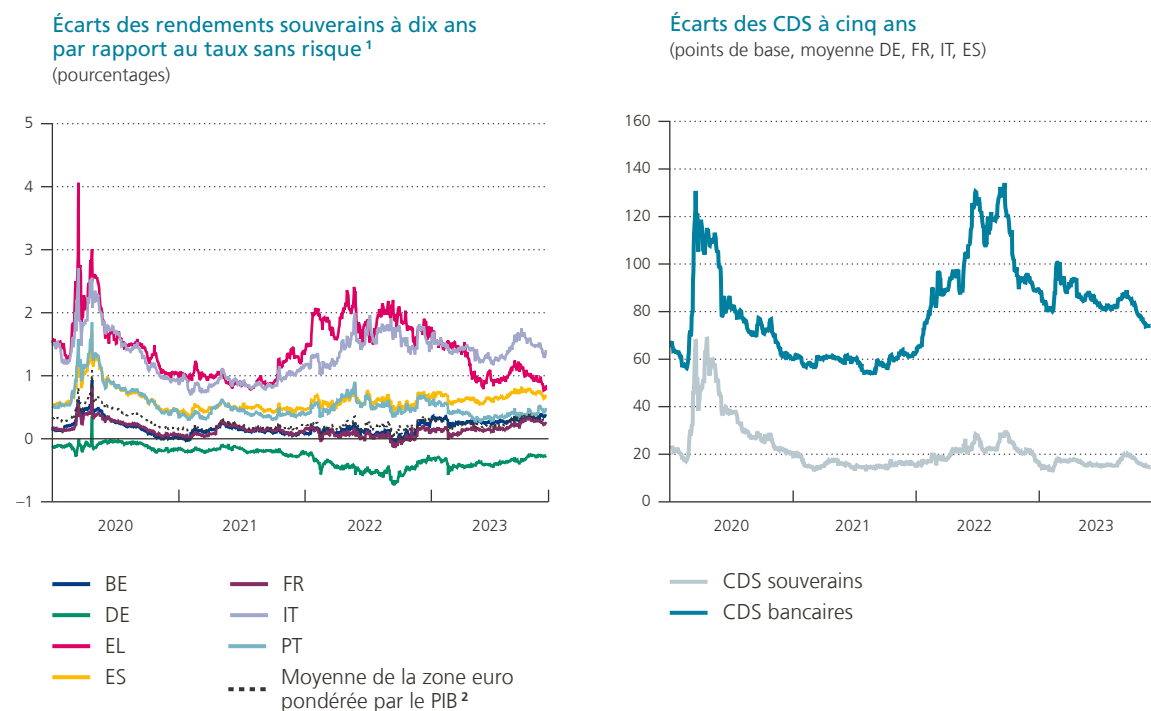


Sources : Bloomberg, LSEG, calculs propres.

1 Les taux sans risque réel à un an et à un an dans neuf ans sont approximés par les taux des swaps indexés sur l'€STR (overnight indexed swaps) ajustés des compensations pour l'inflation et des primes de terme réelles estimées à l'aide d'un modèle de courbe des taux. Avant octobre 2019, les taux des swaps indexés sur l'EONIA (euro overnight index average) sont utilisés, mais ils ont été diminués de 8,5 points de base. Le diamant bleu représente le taux à un an dans un an ajusté de la même manière. La ligne jaune pointillée garde constant le taux ajusté à un an dans neuf ans.

Graphique 2.4

La fragmentation est restée limitée malgré les tensions survenues dans le secteur bancaire



Sources : LSEG, calculs propres.

1 Le taux sans risque est approximé par le taux à dix ans des swaps indexés sur l'€STR (overnight indexed swaps).

2 La moyenne pondérée par le PIB prend en compte les pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Pays-Bas et Portugal.

Concernant les rendements souverains, ceux-ci ont bien suivi les mouvements des taux sans risque et la fragmentation entre pays est restée limitée, même lors des tensions survenues dans le secteur bancaire au début de l'année.

La transmission des taux sans risque aux rendements souverains a été presque parfaite puisque les écarts (spreads) de rendements souverains sont restés globalement stables, même s'ils ont suivi des dynamiques divergentes dans certains pays. À partir de 2020 et jusqu'au début de 2023, les spreads italien et grec étaient globalement similaires, tout comme les spreads portugais et espagnol. Ces deux couples se sont depuis séparés dans un contexte de perspectives budgétaires plus contrastées. Selon les prévisions de la Commission européenne, le Portugal, contrairement à l'Espagne, devrait afficher un important excédent budgétaire primaire en 2023 et en 2024. De manière similaire, la Grèce est parvenue à réduire son ratio d'endettement public, ce qui a induit une amélioration de la notation

de sa dette souveraine. En revanche, le chemin vers des finances publiques plus saines semble plus incertain pour l'Italie, en raison d'une révision à la hausse des projections du déficit budgétaire en septembre 2023. Cela étant, les spreads souverains n'ont pas affiché de volatilité exacerbée lors des remous de mars 2023 dans le secteur bancaire, durant lesquels les banques américaines Silicon Valley Bank et Signature Bank, notamment, ont fait faillite, alors qu'un peu plus tard en Europe la banque Credit Suisse vacillait mais était finalement rachetée par la banque UBS. Dans la zone euro plus précisément, aucune banque n'a fait faillite lors de cet épisode, mais les spreads des credit default swaps (CDS) bancaires ont rapidement augmenté, tandis que ceux des CDS souverains sont restés relativement stables. La présence de l'instrument de protection de la transmission de la politique monétaire dans la zone euro (IPT) adopté en 2022 pourrait expliquer l'absence de propagation des tensions au marché des obligations souveraines.

Le durcissement de la politique monétaire s'est largement transmis aux taux des prêts bancaires

Les taux des prêts bancaires ont continué d'augmenter de manière significative. Les taux des nouveaux crédits aux entreprises et aux ménages ont atteint des niveaux inégalés depuis la crise financière mondiale de 2008, passant d'environ 3% à la fin de 2022 à respectivement 5,2 et 4% en décembre 2023. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt des encours de crédits a été plus faible que celle des taux des nouveaux prêts. Cela s'explique par le fait que les crédits accordés par le passé l'ont souvent été à des taux fixes ou assortis d'une période initiale relativement longue de fixation du taux d'intérêt, ce qui est en particulier le cas pour les crédits hypothécaires accordés aux ménages.

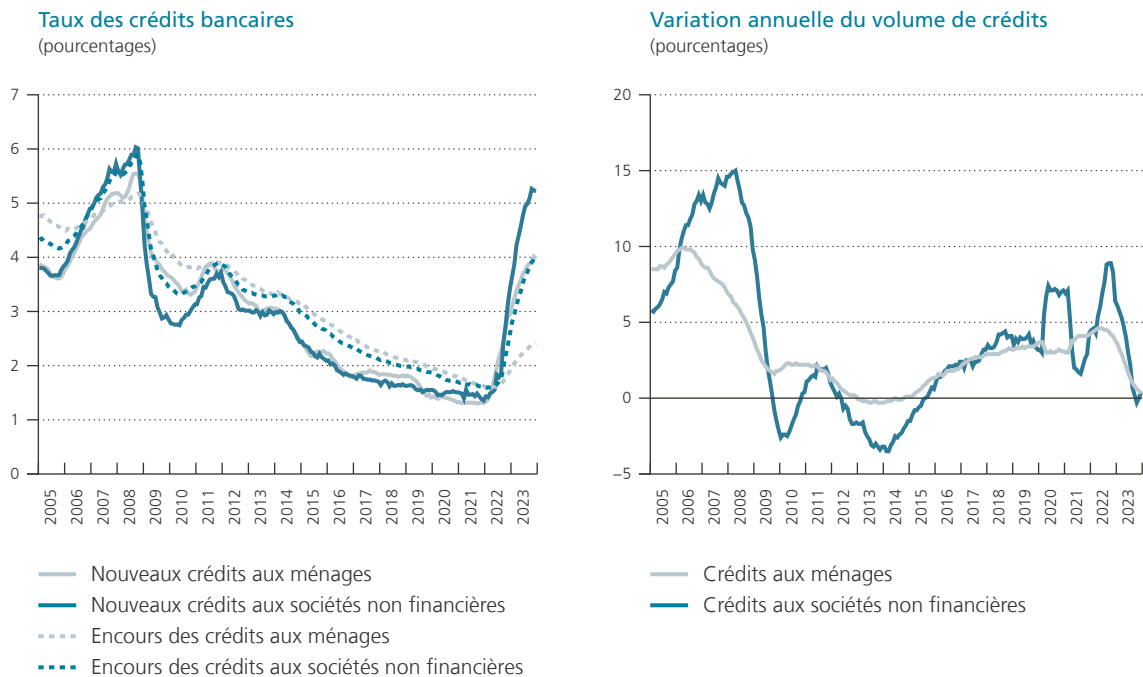
Les résultats de l'enquête de l'Eurosystème sur la distribution du crédit bancaire montrent que les banques ont resserré leurs conditions de prêt et que la demande de crédits est retombée.

Le durcissement des conditions de prêt est principalement attribué à une plus grande perception du niveau de risque et à une moindre tolérance au risque. Le resserrement va au-delà du coût du crédit : les critères liés aux garanties se sont durcis, tandis que les échéances et les montants des crédits ont été revus à la baisse. De plus, le taux de rejet des demandes de prêts par les banques a augmenté, tant pour les entreprises que pour les particuliers. Dans le même temps, la demande de crédits a diminué, essentiellement en raison de la hausse des taux d'intérêt (impliquant une baisse du nombre de projets d'investissement rentables) et de l'élargissement des marges des entreprises (accroissant les capacités de financement internes).

En conséquence, le taux de croissance annuelle des crédits a nettement ralenti. L'affaiblissement combiné de la demande et de l'offre de crédits explique l'essoufflement du taux de croissance des crédits depuis la fin de 2022. Ce taux a chuté de manière significative pour tomber à des valeurs avoisinant zéro en décembre 2023, à la fois pour les sociétés

Graphique 2.5

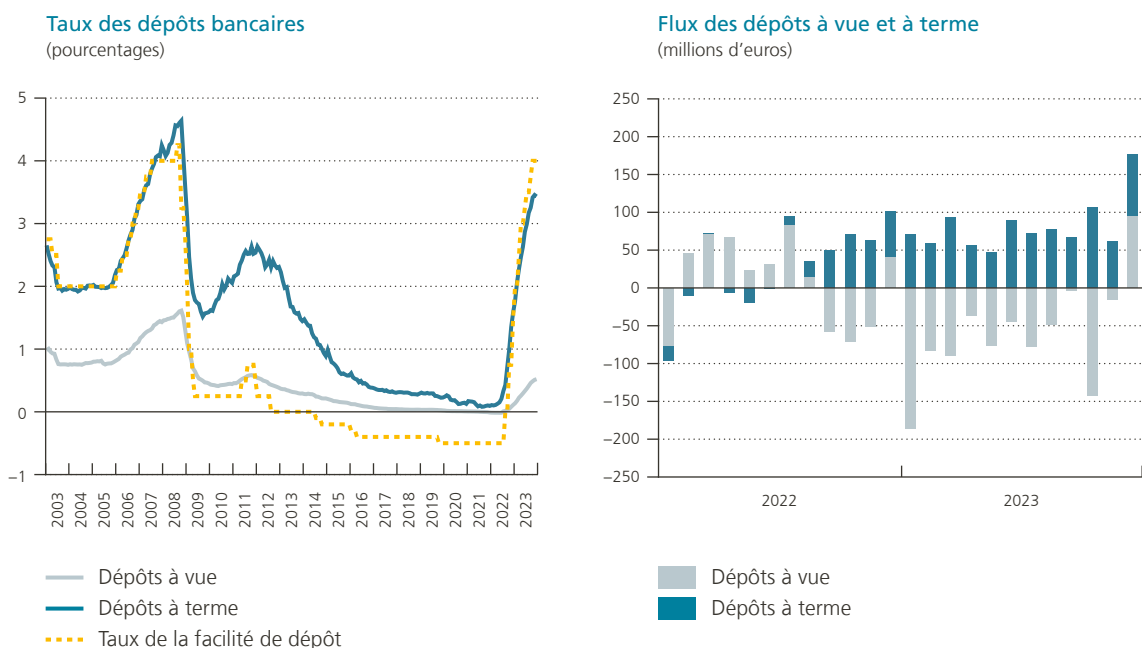
Les taux des prêts bancaires ont continué d'augmenter et la croissance du crédit s'est nettement affaiblie



Sources : BCE, LSEG.

Graphique 2.6

Les taux des dépôts à vue sont restés relativement bas, entraînant un transfert des comptes à vue vers les comptes à terme



Source : BCE.

non financières et pour les ménages. Parallèlement, les ratios d'endettement (le rapport entre l'encours de la dette et le PIB) se sont contractés, tant pour les ménages que pour les sociétés non financières, entre autres sous l'effet de l'inflation domestique.

Contrastant avec la remontée des taux des prêts bancaires, les taux des dépôts à vue n'ont que très légèrement progressé. Cette tendance ne se vérifie cependant pas pour tous les types de dépôts

puisque la rémunération des dépôts à terme a significativement rebondi, en ligne avec l'augmentation du taux de la facilité de dépôt de la BCE. Cette différence de dynamique a d'ailleurs initié un transfert des avoirs des comptes à vue vers les comptes à terme. Outre ces transferts, la réduction actuelle du bilan de la BCE pourrait intensifier la concurrence entre les banques pour attirer les dépôts, qui constituent leurs principales sources de financement, et exercer des pressions haussières sur les taux des dépôts bancaires.

2.3 La politique monétaire face aux risques qui entourent la stabilité des prix

La pandémie a mis en évidence la façon dont les chocs d'offre peuvent exercer des effets inflationnistes plus significatifs et plus persistants qu'escompté. Jusqu'à la reprise économique qui a suivi la crise du COVID-19, le point de vue qui prévalait dans les discussions de politique monétaire était qu'il était théoriquement préférable que la banque centrale voie au-delà des effets temporaires des chocs d'offre, et donc qu'elle tolère une inflation transitoire afin de ne pas peser plus lourdement sur la croissance économique. L'engorgement persistant des chaînes d'approvisionnement et le renchérissement historique des matières premières – surtout de l'énergie à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie – ont toutefois davantage fait grimper l'inflation, ce qui a engendré des craintes quant à un désancrage possible des attentes d'inflation. En outre, la reprise vigoureuse de la demande – permettant une hausse des marges des entreprises et des salaires – a poussé la zone euro vers une inflation de nature plus domestique. Cette combinaison de craintes de désancrage des attentes d'inflation et d'une demande agrégée robuste a appelé une réaction plus vigoureuse de la politique monétaire, a fortiori dans le contexte d'un marché du travail robuste.

Vu la grande incertitude macroéconomique, la BCE a clarifié les critères sur lesquels elle fonderait ses décisions en matière de taux directeurs: (1) les perspectives d'inflation à la lumière des nouvelles données économiques et financières; (2) la dynamique de l'inflation sous-jacente; et (3) la force de la transmission de la politique monétaire.

Un tournant dans la dynamique de l'inflation sous-jacente conforte l'idée d'un retour de l'inflation vers l'objectif

Le déclin rapide de l'inflation observé tout au long de l'année a reflété principalement la moindre contribution des produits énergétiques, mais l'inflation sous-jacente a elle aussi reculé. Après avoir atteint un sommet de 10,6 % en octobre 2022, le taux d'inflation dans la zone euro s'est régulièrement replié pour s'établir à 2,9 % à la fin de l'année. De même, l'inflation sous-jacente semble, elle aussi, avoir entamé une tendance baissière. Elle est retombée d'un pic de 5,7 % en mars 2023 à 3,4 % en décembre 2023.

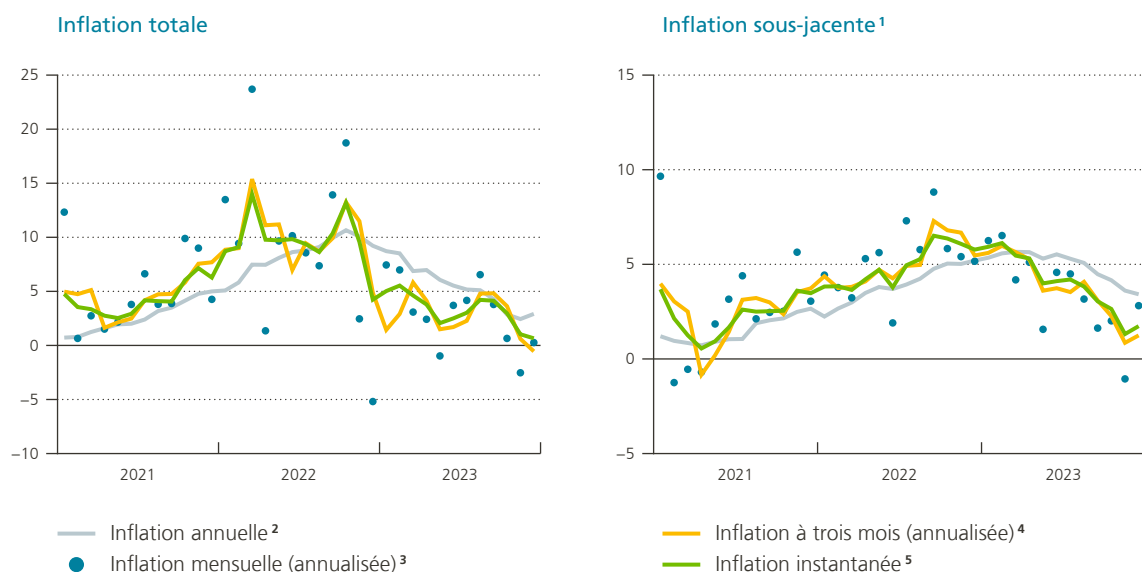
Des mesures avancées de l'inflation renforcent l'idée d'un point de retournement à la fin de 2022. La mesure de l'inflation en glissement annuel est une moyenne des taux d'inflation mensuels de l'année écoulée¹. Une fois que les hausses de prix mensuelles anormalement élevées de l'année précédente commencent à disparaître des taux d'inflation annuels, l'inflation ralentit sensiblement: il s'agit d'effets de base. Par la présence de ces effets de base, l'inflation en glissement annuel traduit non seulement la tendance de la dynamique actuelle des prix, mais aussi les changements de prix d'il y a un an. Dès lors, des mesures d'inflation qui se concentrent sur les données mensuelles les plus récentes sont aussi suivies. Toutefois, compte tenu de sa grande volatilité, l'inflation mensuelle elle-même n'est pas d'une grande aide pour prendre des décisions de politique monétaire. L'inflation à trois mois constitue une alternative. Elle pondère d'un tiers les taux d'inflation du mois en cours et des deux

¹ Pour de plus amples détails, cf. Wauters J. (2023), « [Les dangers que recèle l'analyse de l'inflation en glissement annuel](#) », blog de la BNB, 21 avril.

Graphique 2.7

Mesures avancées de l'inflation dans la zone euro¹

(pourcentages)



Sources: BCE, calculs propres.

1 Indices de prix corrigés des variations saisonnières.

2 L'inflation en glissement annuel représente la moyenne des douze dernières observations des taux d'inflation mensuelle (annualisés).

3 L'inflation mensuelle ne tient compte que de la dernière observation du taux d'inflation mensuelle.

4 L'inflation à trois mois pondère d'un tiers les taux d'inflation du mois en cours et des deux mois précédents et ignore les autres mois.

5 L'inflation instantanée attribue le poids le plus important à l'inflation mensuelle actuelle et des pondérations progressivement décroissantes aux mois antérieurs.

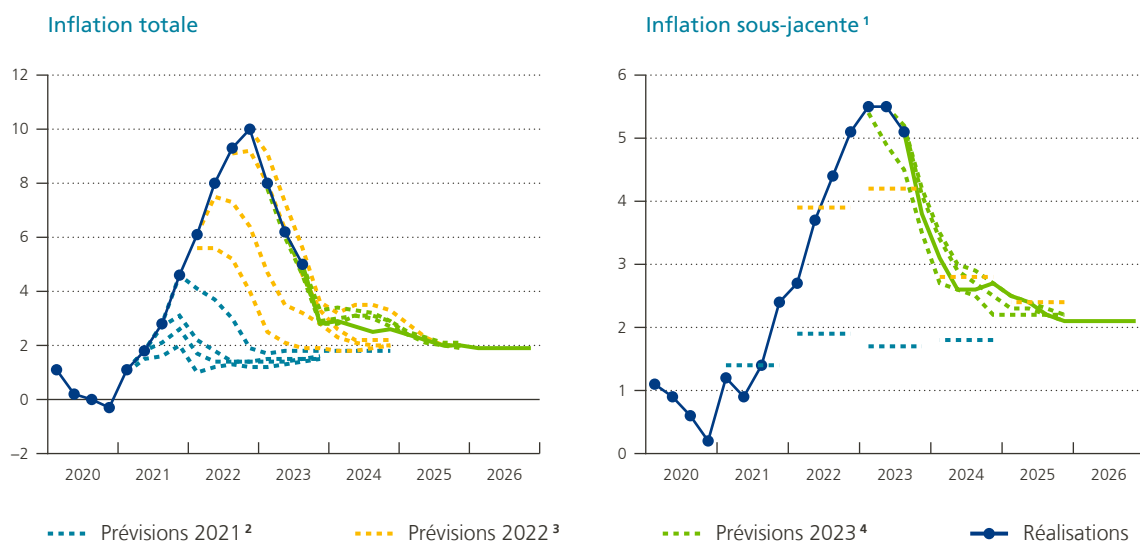
mois précédents. L'inflation dite « instantanée » attribue quant à elle le poids le plus important à l'inflation mensuelle actuelle et des pondérations progressivement décroissantes aux mois précédents. Ces mesures alternatives indiquent un point de retournement dès la fin de 2022 pour l'inflation totale. Plus fidèles aux évolutions récentes, elles ont été plus basses que celles de l'inflation annuelle en 2023, n'étant plus influencées dans la même mesure par les pics des prix énergétiques de la fin de 2022. Concernant l'inflation sous-jacente, les taux d'inflation sont nettement moins volatils d'un mois à l'autre puisque les composantes énergétiques et alimentaires en sont exclues. Alors qu'un point d'inflexion s'est dessiné à partir de la mi-2023 pour les taux en glissement annuel, la dynamique des mesures avancées indiquait un retournement déjà vers la fin de 2022. L'inflation sous-jacente « instantanée » était légèrement inférieure à 2 % à la fin de 2023.

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2023 établies par les services de la BCE pour la zone euro, l'inflation reviendrait à 2 % dans le courant de 2025. Le recul de l'inflation serait principalement dû à l'atténuation des effets des chocs passés des prix de l'énergie et des tensions en amont des chaînes de production, ainsi qu'aux effets du resserrement de la politique monétaire. Plus précisément, les projections tablent sur une inflation moyenne de 2,7 % en 2024, de 2,1 % en 2025 et de 1,9 % en 2026. Les prévisions ont été constamment révisées à la hausse en 2022, notamment au gré des surprises que réservait l'inflation. En 2023, cependant, les révisions entre les prévisions du début et de la fin de l'année ont été plutôt mineures. L'inflation sous-jacente devrait elle aussi diminuer: les prévisions de l'Eurosystème l'estiment à 2,7 % en 2024, à 2,3 % en 2025 et à 2,1 % en 2026. La croissance des coûts de la main-d'œuvre devrait être le principal moteur de l'inflation sous-jacente. Après avoir augmenté

Graphique 2.8

Prévisions d'inflation dans la zone euro

(pourcentages)



Source: BCE.

1 Les prévisions trimestrielles pour l'inflation sous-jacente ne sont publiées que depuis mars 2023.

2 Prévisions annuelles de décembre 2021 pour l'inflation sous-jacente.

3 Prévisions annuelles de décembre 2022 pour l'inflation sous-jacente.

4 Ligne verte continue: prévisions de décembre 2023.

de manière significative en 2022, les marges des entreprises devraient s'affaiblir sur l'horizon de projection, fournissant un tampon à la hausse des coûts de la main-d'œuvre.

Des risques entourent les prévisions d'inflation, et ceux-ci se reflètent dans l'incertitude quant à la trajectoire future des taux

Plusieurs risques haussiers pourraient raviver l'inflation en dépit du resserrement de la politique monétaire. Parmi ceux-ci figurent des facteurs domestiques tels que l'importance croissante du relèvement des salaires dans un contexte de résistance du marché de l'emploi (avec un taux de chômage de 6,5 % en moyenne en 2023), qui a par ailleurs soutenu l'activité économique, et l'appui de la politique budgétaire. En outre, des facteurs extérieurs pourraient pousser les prix, tel le renchérissement des matières premières (invasion de l'Ukraine par la Russie et conflit au Moyen-Orient,

demande de matériaux nécessaires au verdissement de l'économie¹, etc.).

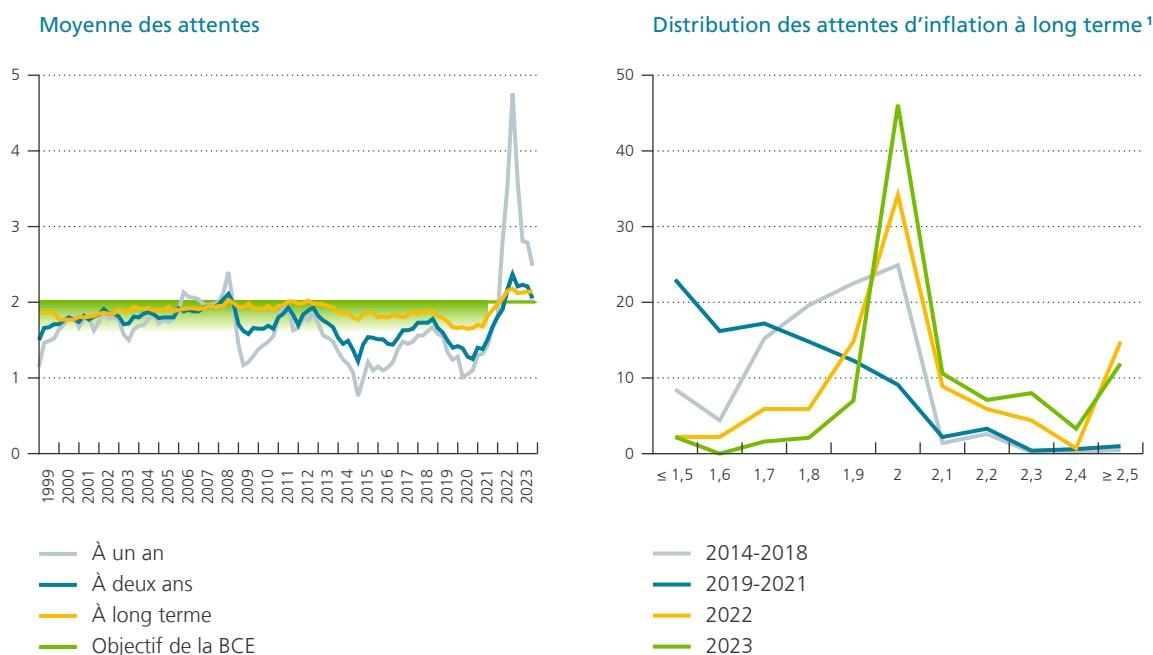
Cependant, les attentes d'inflation restent ancrées à l'objectif de 2%, ce qui contribue à contenir les risques à la hausse. Alors que l'inflation a grimpé à des niveaux historiques, les mesures des anticipations d'inflation à moyen et à long termes ont envoyé des signaux assez rassurants. Les résultats de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (Survey of Professional Forecasters, SPF) du dernier trimestre de 2023 font état d'un taux d'inflation de 2,1 % à long terme. Toutefois, plusieurs points d'attention ont émergé pendant la période de forte inflation. Alors que, durant la période de faible inflation dans la zone euro, les attentes à long terme des répondants étaient clairement concentrées en deçà de 2 %, elles se sont de nouveau recentrées autour de 2 % à partir de 2022 en raison des

1 Cf. Buisse K. et D. Essers (2023), « *Matières premières critiques: de la dépendance à l'autonomie stratégique ouverte?* », BNB, *Revue économique*.

Graphique 2.9

Attentes d'inflation des prévisionnistes professionnels

(pourcentages)



pressions inflationnistes croissantes. La distribution des réponses à cette enquête révèle qu'en 2023, une part croissante des prévisionnistes (plus de 10 %) prévoient une inflation égale ou supérieure à 2,5 % à long terme. En outre, des données provenant des marchés financiers indiquaient des anticipations d'inflation à moyen terme dépassant 2,6 % à la fin de l'été, bien que ces anticipations soient retombées à 2,3 % à la fin de l'année. Enfin, les attentes d'inflation à moyen terme recueillies auprès des consommateurs (Consumer Expectations Survey, CES) ont augmenté dès le début de 2022 et se sont situées aux alentours de 2,5 % (médiane) pendant la majeure partie de l'année écoulée.

Bien que les attentes d'inflation restent assez bien ancrées à l'objectif de 2 %, plus l'inflation demeurera supérieure à cet objectif, plus les risques de perte de confiance dans l'objectif d'inflation seront grands. Le danger est que les agents économiques cessent d'anticiper un taux d'inflation faible et stable et qu'ils commencent à s'appuyer davantage sur les dernières réalisations

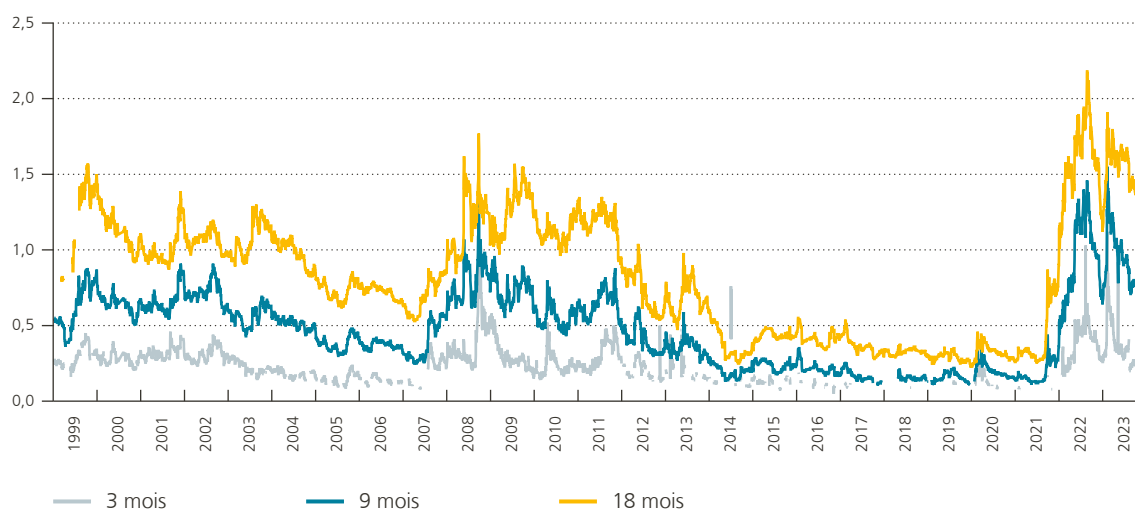
d'inflation pour former leurs attentes d'inflation (on parle d'agents « backward-looking » et non plus « forward-looking »). Ce phénomène pourrait mener à une persistance de la hausse des prix, l'inflation et les anticipations d'inflation s'alimentant mutuellement. Cela pousserait la politique monétaire à intervenir de manière plus ferme, ce qui pourrait engendrer une récession économique. Ce scénario est moins favorable que celui dans lequel la banque centrale s'assure que les attentes d'inflation demeurent ancrées à leur objectif en maintenant le cap du resserrement, de manière à ramener l'inflation vers son objectif au plus tôt.

Alors que le resserrement de la politique monétaire s'est rapidement transmis aux conditions financières, des doutes persistent sur la manière dont celui-ci va se répercuter sur l'économie réelle, et donc ramener l'inflation vers son objectif. Le durcissement est inédit par sa rapidité, compte tenu de la longue période de politique accommodante qui l'a précédé, marquée par des bilans de taille historique, ou encore de la

Graphique 2.10

Écart type de la distribution des taux attendus à différents horizons de prévision¹

(pourcentages)



Source: BCE.

¹ Les distributions forward sont tirées d'options sur le taux EURIBOR à trois mois. Les taux forward contiennent des primes de risque.

constellation de chocs économiques dans la zone euro depuis 2020. Par exemple, l'impact des chocs récents sur la capacité d'offre de l'économie, et donc sur le niveau des capacités inutilisées, n'est pas encore bien défini. Ces inconnues amplifient l'incertitude du « calibrage », c'est-à-dire le choix du niveau de taux d'intérêt approprié et la durée du maintien de ceux-ci à ce niveau.

À la fin de 2023, les marchés financiers semblaient penser que la BCE en avait fini avec les hausses de taux et qu'elle commencerait à réduire ceux-ci dans le courant de 2024, mais la distribution des scénarios possibles révèle une grande incertitude¹. Le scénario de référence fait état d'anticipations pour le taux de la facilité de dépôt aux alentours de 2 % d'ici la fin de 2025 (cf. le chapitre précédent consacré à l'économie internationale). Cela étant, la distribution des anticipations de taux d'intérêt par les intervenants sur les marchés financiers se révèle historiquement étendue. L'écart type de la distribution (une mesure d'incertitude) à divers horizons d'anticipation n'a jamais été aussi élevé, si ce n'est au lendemain de la crise financière

mondiale de 2008. Plus récemment, les remous sur le marché bancaire en mars 2023 l'ont encore un peu accentué. Depuis, si l'incertitude à court terme (trois mois) est retombée, elle demeure élevée à plus long terme (un an et demi).

La politique monétaire dans la zone euro pourrait-elle être contrainte par les autres politiques ?

L'indépendance de la BCE vise à préserver celle-ci de toute influence politique sur ses décisions monétaires et sur son objectif de stabilité des prix. Lorsque la BCE prend des décisions de politique monétaire, elle ne devrait pas avoir à se soucier de savoir si ses actions – telle une hausse des taux d'intérêt – mettront à mal la soutenabilité des finances publiques ou si elles engendreront des risques pour la stabilité financière.

Or, une politique budgétaire trop souple pourrait interférer avec une politique monétaire restrictive. Une politique budgétaire trop souple alimente la demande et l'inflation, ce qui oblige la banque centrale à augmenter encore plus les taux d'intérêt. En outre, une hausse des taux d'intérêt

¹ Cf. De Backer B. (2023), « Les taux d'intérêt s'apprentent-ils à diminuer ? » blog de la BNB, 16 novembre.

pèse sur les finances publiques, toutes autres choses étant égales par ailleurs. Dès lors, les gouvernements doivent être particulièrement attentifs à la soutenabilité des finances publiques dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Si les gouvernements ne font pas (ou pas suffisamment) le nécessaire pour réduire les déficits publics, la banque centrale pourrait être mise sous pression pour qu'elle renonce à relever les taux (et laisse l'inflation augmenter). Dans le cas extrême où la banque centrale céderait, il s'agirait d'une situation de « dominance budgétaire ». Après que les autorités budgétaires et monétaires sont parvenues, en agissant conjointement, à éviter l'effondrement de l'économie durant la crise sanitaire et qu'elles ont contribué à sortir l'économie de la profonde récession dans laquelle elle était plongée, un risque de dominance budgétaire pourrait émerger dans un contexte de remontée des taux qui alourdit les charges de la dette publique.

Par ailleurs, la stabilité financière est une condition préalable à la stabilité des prix. À cet égard, la BCE a un rôle important à jouer en tant que prêteur en dernier ressort pour gérer les crises de liquidité et stabiliser les marchés financiers. La séparation entre les considérations de stabilité monétaire, d'une part, et financière, d'autre part, peut être assurée si les perturbations financières sont causées par des dysfonctionnements du marché ou des problèmes de liquidité et non par des problèmes de solvabilité. Autrement dit, les responsables de la politique monétaire ne peuvent pas résoudre les problèmes de solvabilité, qui relèvent des compétences d'autres autorités¹.

En matière de stabilité financière, les politiques macroprudentielle et microprudentielle constituent la première ligne de défense, ce qui permet à la politique monétaire de se concentrer sur son objectif principal de stabilité des prix.

L'objectif de la politique macroprudentielle, en particulier, est d'accroître la capacité de résistance du système financier et de limiter l'accumulation de vulnérabilités, afin d'atténuer le risque systémique – qui peut résulter de chocs macroéconomiques, de déséquilibres financiers et d'effets de contagion – et de veiller à ce que les services financiers continuent d'être fournis efficacement à l'économie réelle même en temps de crise. Ainsi, les autorités macroprudentielles de la zone euro ont augmenté les exigences en matière de fonds propres en 2023, en relevant par exemple les coussins de fonds propres contracycliques. Dans la mesure où ces coussins vont contribuer à freiner la croissance du crédit, ils peuvent également jouer un rôle indirect dans la lutte contre l'inflation. De manière générale, ces mesures prudentielles contribuent à ce que des considérations de stabilité financière ne freinent pas le Conseil des gouverneurs de la BCE dans ses prises de décisions de politique monétaire ayant pour but d'assurer la stabilité des prix selon l'objectif primaire du mandat.

¹ Cf. Schnabel I. (2023), *Monetary and financial stability – can they be separated?* Speech at the Conference on Financial Stability and Monetary Policy in the honour of Charles Goodhart, London, 19 May.

