



# Réunion des 24 et 25 janvier 2024

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 24 et le jeudi 25 janvier 2024

**22 février 2024**

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

### Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel note que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 décembre 2023, l'assouplissement rapide des conditions financières observé après la réunion des 25 et 26 octobre s'est interrompu et même légèrement réduit.

Les conditions financières s'étaient nettement assouplies en novembre et décembre, le narratif sur les marchés financiers étant passé de « élevés durant plus longtemps » à une désinflation rapide et un assouplissement imminent de la politique monétaire. Après la réunion du Conseil des gouverneurs des 13 et 14 décembre, les conditions financières ont continué de s'assouplir jusqu'à fin décembre, mais se sont légèrement durcies par la suite. Cette évolution fait suite à la communication de la BCE qui a contré l'intégration agressive dans les prix par les marchés d'un cycle de réduction des taux débutant dès mars 2024.

Si la probabilité d'une réduction de 25 points de base en avril se situe toujours autour de 60 %, une première baisse n'est à présent totalement intégrée dans les prix que pour juin. Les baisses de taux cumulées attendues d'ici la fin de l'année ont légèrement diminué depuis la réunion de décembre, s'établissant autour de 130 points de base. Les anticipations relatives aux taux directeurs sur les marchés à terme américains ont également été revues à la baisse, mais dans une mesure légèrement moindre. Les marchés de taux d'intérêt aux États-Unis sont positionnés pour une réduction initiale de 25 points de base en mai, avec une probabilité de 40 % pour une réduction en mars. De plus, les investisseurs s'attendent à des réductions cumulées pratiquement de même

ampleur que dans la zone euro en 2024, anticipant un cycle de normalisation synchronisé au niveau mondial.

Toutefois, une incertitude élevée entoure cette trajectoire de politique monétaire, comme reflété par la volatilité persistante sur les marchés obligataires. L'assouplissement des conditions financières mondiales en novembre et décembre 2023 est allé de pair avec une diminution de la volatilité sur les marchés des actifs risqués. La volatilité implicite sur les marchés des actions de la zone euro est tombée à son plus bas niveau depuis le début de la pandémie de coronavirus en février 2020, en dépit de tensions géopolitiques significatives et de risques d'une faiblesse prolongée de l'économie. Toutefois, la baisse de la volatilité implicite sur les marchés des actifs risqués ne s'accompagne pas d'une diminution significative de la volatilité implicite sur les marchés obligataires, qui s'est découplée de la volatilité sur les marchés des actions.

Il existe deux sources potentielles d'incertitude accrue s'agissant de la politique monétaire.

La première a trait au calendrier et au rythme de son ajustement, tandis que la seconde est liée à l'ampleur de l'ajustement nécessaire. Les participants à l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) de janvier 2024 ont relevé leurs anticipations relatives au rythme des réductions de taux au cours de l'année, mais demeurent plus prudents que la valorisation faite par les marchés financiers. Alors que les marchés prévoient un assouplissement cumulé de 130 points de base environ, les participants à l'enquête SMA anticipent des réductions de 100 points de base au total d'ici la fin de l'année. Les différences s'agissant des perspectives d'inflation pourraient expliquer l'écart entre la valorisation par les marchés et les anticipations des analystes relatives à la trajectoire future de la politique monétaire. Les investisseurs opérant sur les marchés financiers sont visiblement plus optimistes en ce qui concerne les perspectives d'inflation que le participant médian à l'enquête SMA. Une autre explication pourrait être une rapidité différente d'ajustement aux informations nouvelles. Durant le cycle de resserrement des taux d'intérêt en 2022 et 2023, les marchés de taux ont systématiquement été en avance par rapport aux anticipations ressortant des enquêtes, souvent de plusieurs mois.

La deuxième source d'incertitude s'agissant de la trajectoire des taux directeurs à moyen terme concerne l'ampleur de l'ajustement nécessaire pour revenir à un taux directeur neutre et l'incertitude entourant les estimations de ce taux. Les participants à l'enquête SMA ont relevé, de façon notable, leurs anticipations médianes à plus long terme relatives aux taux directeurs par rapport aux niveaux observés au cours de la période précédant le début de la trajectoire de relèvement des taux de la BCE.

L'inversion attendue du resserrement intervenu en 2023 est également visible sur les échéances plus longues de la courbe des rendements. Le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro est resté proche des niveaux de début 2023 et légèrement inférieur à son niveau de septembre 2023, lorsque la BCE avait relevé les taux d'intérêt pour la dernière fois. Le taux d'intérêt

OIS nominal correspondant est même revenu au-dessous des niveaux de début 2023. Aux États-Unis, le taux OIS réel à dix ans a baissé dans des proportions comparables depuis fin octobre, mais demeure supérieur aux niveaux de début 2023. La réévaluation des perspectives relatives à la politique monétaire a été le principal déterminant de la baisse des rendements obligataires depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre, parallèlement aux nouvelles concernant les perspectives de croissance et les évolutions budgétaires.

La révision de la valorisation antérieure agressive des marchés a également affecté les marchés des actifs risqués. Toutefois, les marchés des actions de la zone euro restent globalement stables depuis la réunion de décembre. Une perspective à plus long terme, depuis début 2023, montre que les évolutions sur les marchés des actions, comme sur les autres marchés d'actifs risqués, ont été robustes, donnant une impulsion à l'assouplissement des conditions financières. La réévaluation légèrement plus marquée des anticipations relatives à la politique monétaire dans la zone euro qu'aux États-Unis s'est traduite par une légère appréciation de l'euro, le dollar s'inscrivant en baisse par rapport à un large éventail de devises.

Les écarts de rendement des obligations souveraines au sein de la zone euro ont encore diminué, l'annonce relative à l'arrêt progressif des réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) ayant été bien absorbée par le marché et certaines obligations d'État ayant enregistré une demande record. L'annonce relative au PEPP et la poursuite du dénouement graduel et prévisible des portefeuilles obligataires de l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) n'ont pas accentué la sensibilité des écarts de rendement aux variations des taux sans risque, suggérant que les risques de fragmentation restent modérés.

L'absorption par le marché des emprunts publics de la zone euro a été soutenue par des conditions de liquidité favorables, favorisées par le retour des investisseurs et des fonds d'investissement étrangers. Les perspectives d'une absorption harmonieuse et saine par le marché demeurent largement présentes pour 2024. Les conditions de marché favorables ont également été visibles dans les transactions de fin d'année et dans le fonctionnement des marchés du repo (ou marché des pensions livrées). Les baisses du taux repo sur les marchés des garanties générales (*general collateral*) et des garanties spécifiques (*non-general collateral*) ont été nettement plus limitées qu'à la fin des années 2021 et 2022.

## Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

En procédant à l'examen de l'environnement international, M. Lane note que l'activité économique mondiale s'est modérée au quatrième trimestre 2023. Dans le même temps, la croissance du

commerce mondial s'accélère à mesure que les tendances post-pandémie se normalisent. Toutefois, les tensions récentes en mer Rouge et dans le golfe d'Aden représentent un risque à la baisse pour les échanges commerciaux, dans la mesure où elles pourraient avoir une incidence négative sur les délais de livraison et les coûts du transport maritime, en particulier sur les routes reliant la Chine à l'Europe. Depuis fin décembre, on a observé une forte diminution des volumes en transit, avec des déroutements de bateaux pour contourner l'Afrique. Jusqu'à présent, le prix de location des porte-conteneurs est relativement peu affecté, probablement en raison de capacités inutilisées, tandis que les prix du transport maritime ont déjà augmenté.

La production de pétrole ne devrait pas être affectée par les évolutions de la situation dans la zone de la mer Rouge. Selon les dernières projections de l'Agence internationale de l'énergie (AIE), l'offre et la demande de pétrole devraient rester globalement équilibrées au premier trimestre 2024 et le marché devrait devenir excédentaire sur le reste de l'année. Toutefois, les prix de l'énergie ont enregistré des variations notables. Les prix des contrats à terme sur le pétrole sont nettement supérieurs aux niveaux observés au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, mais les prix des contrats à terme sur le gaz sont nettement plus bas. M. Lane note que lors de l'analyse des prix de l'énergie, il est également important d'examiner le marché du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE). Les prix des quotas d'émission de carbone ont diminué de 22 % au cours des trois premières semaines de janvier, reflétant la faible demande émanant des secteurs de l'industrie et de l'électricité. S'agissant du secteur de l'électricité, cette évolution résulte de l'utilisation accrue des énergies renouvelables.

En ce qui concerne les matières premières au niveau mondial, les prix des produits alimentaires et des métaux ont peu évolué depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs. Depuis lors également, les variations des taux de change de l'euro ont été limitées, à la fois par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux.

En ce qui concerne la zone euro, M. Lane rappelle que l'inflation a atteint 2,9 % en décembre, contre 2,4 % en novembre en raison d'effets de base liés à l'énergie. Toutefois, la hausse a été moindre qu'attendu. Si la hausse des prix est restée stable à 4,0 % dans les services, elle a continué de se ralentir pour les produits alimentaires et les biens industriels non énergétiques. À plus long terme, l'inflation totale et l'inflation *core* – mesurées, respectivement, par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'IPCH hors énergie et produits alimentaires – devraient poursuivre leur trajectoire baissière.

L'inflation intérieure est demeurée élevée à 4,5 %, en raison du rythme soutenu des hausses de salaire et de la baisse de la productivité du travail, mais elle a également commencé à se ralentir. Les indicateurs relatifs au momentum de l'inflation totale et de l'ensemble de ses composantes ont de nouveau fléchi. Le taux de croissance en glissement sur trois mois annualisé de l'inflation *core* corrigée des variations saisonnières est revenu au-dessous de 1,5 %, le momentum s'établissant à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

zéro pour les biens et étant proche de 2 % pour les services et les produits alimentaires.

De nombreuses mesures de l'inflation sous-jacente ont également fléchi en décembre. Cette évolution reflète la dissipation progressive de l'impact des chocs passés, ainsi que la contraction de la demande qui résulte, en partie, de la forte transmission en cours du resserrement de la politique monétaire.

Parmi les différentes mesures, la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*), qui est le meilleur outil de prévision de l'inflation à un et deux ans, est revenue à 2 % en décembre.

Globalement, les données relatives à l'inflation en décembre ont apporté de nouveaux éléments indiquant que le processus désinflationniste est en bonne voie et pourrait en fait se dérouler plus rapidement que prévu précédemment. Toutefois, plusieurs facteurs défavorables devraient accélérer de nouveau le momentum de l'inflation, comme intégré dans les projections macroéconomiques de décembre établies par les services de l'Eurosysteme. Cette évolution est largement liée au rôle croissant des tensions sur les salaires pour expliquer la dynamique de l'inflation *core* ainsi qu'à la dissipation de certaines des baisses des prix de l'énergie et des pressions désinflationnistes exercées par la disparition des goulets d'étranglement au niveau de l'offre.

Historiquement, les indices des directeurs d'achat (PMI) relatifs aux prix n'ont pas été en mesure de capturer de manière très satisfaisante les évolutions de la hausse des prix des biens et services. Depuis 2020, toutefois, la corrélation s'est améliorée, ces indices affichant une propriété d'indicateur avancé à six mois pour les biens et à neuf mois pour les services. Sur cette base, les indices des directeurs d'achat suggèrent que des pressions à la baisse sur la hausse des prix des biens et services devraient continuer de s'exercer à court terme. Toutefois, les derniers résultats font état d'une légère inversion, suggérant que ces tensions devraient s'atténuer.

À plus long terme, le ralentissement attendu du processus désinflationniste est également mis en évidence par une décomposition de la hausse des prix des services entre les composantes « à forte intensité salariale » et celles « à faible intensité salariale ». Jusqu'à présent, les ralentissements de la hausse des prix des services observés précédemment ont été liés à la composante à faible intensité salariale, tandis que la contribution de la composante à forte intensité salariale n'a diminué que très progressivement.

Le rythme de croissance des salaires reste élevé, mais on observe les premiers signes d'un ralentissement. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 6,7 % et la rémunération par tête de 5,3 % au troisième trimestre 2023. La croissance des salaires négociés est revenue de 4,8 % en septembre à 4,6 % en octobre. Les outils prospectifs de suivi des salaires signalent des dynamiques salariales globalement conformes aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosysteme. M. Lane rappelle également que l'outil de suivi des salaires contient à la fois d'anciens et de nouveaux contrats, renégociés à différents moments. Si l'on inclut les paiements exceptionnels, les nouveaux accords signés fin 2023 affichent des hausses toujours supérieures

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

à 5 %. De plus, de nombreuses négociations se déroulant au premier trimestre 2024 devraient être conclues en février ou en mars.

Les mesures des anticipations relatives aux salaires tirées d'enquêtes montrent que les entreprises et les prévisionnistes professionnels s'attendent à un ralentissement de la croissance des salaires en 2024. Selon l'enquête téléphonique de janvier auprès des entreprises, la croissance des salaires devrait revenir de 5,3 % en 2023 à 4,4 % en 2024. Ces anticipations sont un peu moins élevées que lors des campagnes précédentes. De même, dans la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations relatives à la croissance annuelle de la rémunération par tête font état d'un ralentissement de la croissance des salaires à partir de 2024 et ont été revues à la baisse pour l'horizon à plus long terme. En particulier, à compter de 2026, la croissance attendue des salaires est inférieure à 3 %, ce qui est généralement considéré comme une hausse tendancielle cohérente avec la cible d'inflation de la BCE de 2 % à moyen terme.

La contribution des profits unitaires aux tensions sur les prix intérieurs a continué de diminuer au troisième trimestre 2023, suggérant que – comme prévu – les marges bénéficiaires absorbent une partie des tensions sur les prix résultant des hausses de salaire. L'enquête téléphonique de janvier auprès des entreprises suggère que les entreprises ont ajusté leurs marges bénéficiaires en 2023. Même si les marges bénéficiaires déclarées ont légèrement augmenté en fin d'année, elles restent inférieures à la moyenne de long terme, après avoir été supérieures à celle-ci de début 2021 à mi-2023. Cette évolution confirme que les profits ont commencé à atténuer les effets inflationnistes des hausses de salaire.

À plus long terme, l'inflation devrait continuer de se ralentir en 2024, dans la mesure où les effets des chocs énergétiques antérieurs, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la réouverture de l'économie après la pandémie se dissipent et où le resserrement de la politique monétaire contraint la demande.

Les mesures des anticipations d'inflation à court terme se sont nettement réduites, tandis que les anticipations à long terme se situent essentiellement autour de 2 %. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ressortant des contrats *fixings* – mesures extraites des contrats de *swaps* liés aux résultats de l'inflation à très court terme dans la zone euro – indiquent que les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation revienne à 2 % dès avril et reste inférieure ou égale à 2 % sur la majeure partie du reste de 2024. L'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) montre que les perceptions relatives à l'inflation ont finalement diminué ces derniers mois. Les anticipations des ménages à un an ont considérablement diminué entre octobre et décembre, tandis que celles à trois ans ont peu évolué depuis octobre. S'agissant des prévisionnistes professionnels, leurs anticipations d'inflation se sont déplacées vers le bas sur l'ensemble de l'horizon, celles à plus long terme s'établissant désormais à 2 %.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent les tensions géopolitiques accrues, en particulier au Moyen-Orient, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme et freiner les échanges internationaux. L'inflation pourrait aussi être plus élevée qu'anticipé si les salaires augmentent plus qu'attendu ou si les marges bénéficiaires continuent de bien résister. En revanche elle pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue. L'inflation pourrait aussi se ralentir plus rapidement à court terme si les prix de l'énergie évoluent conformément à la récente modification à la baisse des anticipations de marché relatives aux prix futurs du pétrole et du gaz.

L'économie de la zone euro a probablement stagné au dernier trimestre 2023, après une légère contraction du PIB en volume au troisième trimestre. Les dernières publications statistiques relatives à la production dans les services et dans le secteur industriel font état d'une baisse par rapport au troisième trimestre et les indicateurs tirés d'enquêtes, notamment les indices des directeurs d'achat, restent à des niveaux cohérents avec un ralentissement de l'activité. Toutefois, en janvier, certains indicateurs prospectifs signalent une reprise de la croissance un peu plus tard dans l'année.

S'agissant des composantes de la demande, la consommation privée est restée modérée fin 2023, selon les estimations. M. Lane rappelle que les projections macroéconomiques de décembre établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une reprise significative de la consommation privée en 2024. Les indicateurs ne sont pas encore disponibles pour le premier trimestre. Toutefois, les anticipations des entreprises sont restées contenues en ce qui concerne le commerce de détail, tandis qu'elles demeurent supérieures aux moyennes historiques pour les services nécessitant de nombreux contacts.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel est la composante de la demande du PIB la plus visiblement affectée par la transmission de la politique monétaire. Il s'est contracté au cours des deux dernières années et, selon les estimations, il devrait également avoir diminué au dernier trimestre 2023. Les projections de décembre tablent sur une baisse plus lente. Dans le même temps, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production de logements reste fortement négatif, avec cependant des signes indiquant qu'un point bas a été atteint.

S'agissant de l'investissement des entreprises, le tableau est contrasté. Il a continué d'augmenter en 2023, mais selon les projections de décembre, il devrait avoir fléchi au quatrième trimestre. Une accumulation de stocks de biens d'équipement finis pourrait avoir récemment amorti la baisse de l'investissement. De plus, les carnets de commandes existants pour les biens d'équipement contribuent à maintenir la croissance de l'investissement en territoire positif. Toutefois, les nouvelles commandes continuent de diminuer fortement, laissant présager une période d'atonie de l'investissement.

En ce qui concerne les échanges commerciaux, malgré la reprise du commerce mondial, les exportations de la zone euro sont restées modérées vers la fin de l'année 2023. Les importations demeurent également faibles, en raison d'une composition défavorable de la demande et du cycle de réduction des stocks, tant au niveau mondial que dans la zone euro.

Le marché du travail reste robuste. Le taux de chômage est revenu à 6,4 % en novembre, alors même que la population active compte davantage de travailleurs. Les conditions sur le marché du travail ont bénéficié de la forte augmentation des marges bénéficiaires en 2022, qui a permis aux entreprises de maintenir les effectifs en dépit de l'essoufflement de la demande. Dans le même temps, la dynamique de la demande de main-d'œuvre se ralentit, comme en atteste la baisse des publications d'emplois vacants.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, les informations relatives aux mesures budgétaires sont limitées. Les quelques mesures adoptées se compensent mutuellement au niveau de l'agrégat de la zone euro, certains pays ayant instauré de nouvelles mesures tandis que d'autres suppriment progressivement les plans mis en œuvre précédemment.

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent être plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale ou un nouveau ralentissement du commerce international pèseraient également sur la croissance de la zone euro. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient constituent des sources importantes de risques géopolitiques. Cela pourrait conduire à une baisse de confiance en l'avenir de la part des entreprises et des ménages et à des perturbations du commerce international. La croissance pourrait être plus forte si la hausse des revenus réels entraînait une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale devait croître plus fortement que prévu.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché ont globalement peu évolué depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs. De la même manière, sur la partie longue de la courbe des rendements, les taux sans risque et les rendements des obligations souveraines sont restés globalement inchangés malgré quelques fluctuations sur la période considérée.

Les agrégats monétaires ont continué de baisser en rythme annuel, demeurant proches de leurs points bas historiques. L'agrégat monétaire large M3 a diminué de 0,9 % en glissement annuel en novembre 2023. Cette baisse est cohérente avec l'absence de croissance agrégée des prêts bancaires et, mesurée en termes réels, elle s'avère bien plus importante. M1, l'agrégat monétaire étroit qui comprend les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue, a continué de se réduire très nettement en novembre, dans un contexte d'arbitrages de portefeuilles.

La transmission de l'orientation de politique monétaire restrictive aux conditions de financement au sens large reste exceptionnellement forte. Les taux appliqués aux prêts aux entreprises ont légèrement diminué en novembre, à 5,2 %, tout en restant proches de leurs points hauts historiques. Les taux hypothécaires ont poursuivi leur augmentation pour atteindre 4,0 %. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire de janvier suggère que la hausse des taux d'emprunt, et la réduction des projets d'investissement et des achats de logements qui y est associée, ont entraîné une nouvelle baisse de la demande de crédit au quatrième trimestre. Dans ce contexte, la dynamique du crédit s'est quelque peu améliorée, mais elle est restée globalement faible en novembre, en dépit d'une hausse des prêts à court terme aux entreprises probablement imputable à leurs besoins croissants de fonds de roulement. Dans le même temps, le nouveau durcissement des critères d'octroi de prêts aux entreprises rapporté en janvier est assez modéré, signe que la tendance à des conditions d'octroi de crédit toujours plus restrictives, observée au cours des deux dernières années, pourrait être en train de se stabiliser.

## Considérations de politique monétaire et options possibles

De manière générale, les informations disponibles confirment globalement la précédente évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation à moyen terme, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. L'inflation se dirige vers la cible de 2 %, à un rythme qui pourrait être plus rapide qu'anticipé. Les niveaux actuels des taux d'intérêt directeurs pourraient contribuer fortement à atteindre cet objectif s'ils sont maintenus pendant une durée suffisamment longue. Quant à l'évaluation générale de la trajectoire des taux directeurs, il faut que le processus de désinflation soit plus avancé pour que le Conseil des gouverneurs soit suffisamment confiant dans le fait que l'inflation reviendra au plus tôt et de manière durable à sa cible. M. Lane a ainsi proposé de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés.

Les trois éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs fournissent un cadre solide pour évaluer les données et guider les décisions lors des prochaines réunions de politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs devrait maintenir une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Plus particulièrement, les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt devraient rester fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Enfin, M. Lane a proposé de maintenir la possibilité de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du

PEPP, afin de contrer les risques encore liés à la pandémie pesant sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

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

### Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les membres prennent note de l'évaluation fournie par M. Lane qui indique que, si la croissance du PIB mondial semble avoir décéléré au quatrième trimestre 2023, les données disponibles relatives au commerce suggèrent que la dynamique des échanges de biens redevient positive. Ce constat est cohérent avec l'évaluation selon laquelle une normalisation du cycle des stocks et des profils de consommation entre les biens et les services devrait soutenir les échanges commerciaux. En outre, l'incidence sur le commerce mondial des événements récents dans la région de la mer Rouge semble contenue jusqu'à présent. Du côté des grandes économies mondiales, les États-Unis sont sur la voie d'un atterrissage en douceur, tandis que la croissance du PIB en Chine s'est ralentie au dernier trimestre 2023. Dans le contexte d'une demande intérieure plus faible en Chine, il a été avancé que les exportations chinoises entraîneraient des pressions négatives supplémentaires sur les prix internationaux. La faiblesse chinoise a également pesé négativement sur les exportations de la zone euro, accentuant l'incertitude au sujet des perspectives économiques.

S'agissant des matières premières énergétiques, les prix du pétrole ont augmenté depuis la réunion de décembre du Conseil des gouverneurs, tandis que les prix du gaz en Europe ont continué de baisser en raison d'une demande qui reste modérée et de réserves de gaz relativement pleines. L'économie de la zone euro est perçue comme particulièrement exposée au risque géopolitique, qui est susceptible de rester élevé au cours des années à venir. Tout d'abord, la guerre en Ukraine demeure un facteur de risque important. Ensuite, le conflit au Moyen-Orient a occasionné une hausse des coûts du fret et un allongement des délais de livraison en raison des attaques récentes de porte-conteneurs en mer Rouge et dans le golfe d'Aden. Jusqu'à présent, aucune perturbation majeure des échanges n'a été observée, et la principale répercussion émane des itinéraires plus longs empruntés par les navires contournant l'Afrique, qui induisent des tarifs de transport plus élevés et des délais de livraison rallongés. Cela a toutefois conduit certaines entreprises de la zone euro à suspendre leur production par manque de composants. Dans ce contexte d'incertitude accrue dans le monde, il a été considéré comme surprenant que l'évolution des prix internationaux de l'énergie soit restée très favorable dans l'ensemble.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

En ce qui concerne l'activité économique, les membres se sont accordés avec M. Lane sur le fait que l'économie de la zone euro a probablement stagné au dernier trimestre 2023. Les données disponibles continuent d'indiquer une morosité à court terme. Toutefois, certains indicateurs prospectifs tirés d'enquêtes signalent une reprise de la croissance un peu plus tard dans l'année. Le marché du travail est demeuré robuste. Le taux de chômage, qui s'est établi à 6,4 % en novembre, est revenu à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro et la population active compte davantage de travailleurs. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre se ralentit, comme en atteste la baisse des publications d'emplois vacants. Les pouvoirs publics devraient continuer de retirer les mesures de soutien liées à l'énergie afin de ne pas accentuer les tensions inflationnistes à moyen terme. Les politiques budgétaires et structurelles doivent être définies de manière à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie de la zone euro et à réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Des réformes structurelles et des investissements visant à renforcer la capacité d'offre de la zone euro – grâce à la mise en œuvre intégrale du programme *Next Generation EU* – pourraient contribuer à atténuer les tensions sur les prix à moyen terme, tout en soutenant les transitions écologique et numérique. À la suite du récent accord au sein du Conseil Ecofin sur la réforme du cadre de gouvernance économique de l'UE, le processus législatif devrait être conclu rapidement afin que les nouvelles règles puissent être mises en œuvre sans délai. En outre, il est impératif d'accélérer les progrès vers l'union des marchés des capitaux et en vue de l'achèvement de l'union bancaire.

Les membres du Conseil ont largement reconnu qu'à court terme, la croissance serait plus faible qu'attendu. Jusqu'à présent, toutefois, la baisse de l'inflation a eu un coût relativement modeste pour l'activité économique. D'une part, les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent que l'économie pourrait avoir atteint un point bas. Les indices des directeurs d'achat (PMI) se sont stabilisés et affichent même une légère hausse, ce qui conforte l'idée d'un possible atterrissage en douceur. Les estimations rapides des indices PMI pour le mois de janvier montrent que l'activité manufacturière, bien que toujours fermement ancrée en territoire négatif, suit une trajectoire ascendante. Les indices PMI prospectifs pour les services ont sensiblement augmenté, et les anticipations relatives à l'emploi se sont également inscrites en légère hausse. D'autre part, il a été souligné qu'il est maintenant probable que l'économie ait stagné pour le cinquième trimestre consécutif et que les prochaines projections établies par les services de la BCE décaleraient probablement une nouvelle fois le début de la reprise d'un ou deux trimestres. La confiance des consommateurs reste faible, et l'indice PMI pour les services s'est avéré inférieur aux anticipations des analystes en janvier. Les contacts de la BCE avec les sociétés non financières montrent que le climat des affaires est perçu comme ne se détériorant pas, mais ne s'améliorant pas non plus. Le Conseil des gouverneurs a par conséquent encore besoin d'observer des signes plus manifestes d'une concrétisation de la reprise.

Pour la période à venir, le facteur principal de la reprise attendue – d’après les projections de décembre 2023 établies par les services de l’Eurosystem – est la consommation, qui devrait augmenter à mesure de l’amélioration progressive du revenu réel des ménages. L’investissement est considéré comme un autre déterminant potentiel. L’investissement dans l’immobilier résidentiel est relativement faible depuis près de deux ans, mais il pourrait se redresser progressivement, les taux hypothécaires entamant un recul après avoir atteint un point haut. Il a été fait référence à l’enquête sur la distribution du crédit bancaire, qui prévoit une hausse de la demande de prêts au logement des ménages au premier trimestre 2024. L’investissement des entreprises a mieux résisté que prévu et pourrait continuer sur cette trajectoire, compte tenu du stock de commandes de biens d’équipement toujours élevé et du fait que les profits restent supérieurs aux niveaux d’avant la pandémie, surtout si les conditions de financement continuent de s’assouplir. Il a été considéré que cela pourrait poser un risque haussier pour les perspectives économiques, notamment à court terme, au vu de la faible trajectoire d’investissement anticipée par les projections de décembre. Dans le même temps, il a été souligné que la transmission de la politique monétaire reste très vigoureuse, en particulier dans le secteur de l’immobilier résidentiel, comme reflété dans les évolutions modestes des prêts hypothécaires.

Sur le marché du travail, les conditions sont considérées comme toujours très tendues. Le taux de chômage reste à un point historiquement bas, il pourrait donc être avancé que le « ratio de sacrifice » de la réduction de l’inflation s’est avéré proche de zéro. Le marché du travail étant très tendu, le Conseil des gouverneurs doit faire preuve de prudence concernant les perspectives salariales et attendre des éléments probants indiquant que la croissance des salaires est effectivement en train de se modérer comme prévu pour 2024. Il a été mentionné que le Conseil des gouverneurs devrait disposer de données quantitatives confirmant que les salaires ont passé un cap. Parallèlement, il a été souligné que le marché du travail montre des signes clairs de détente et que cela aurait probablement un effet modérateur sur la croissance future des salaires. Compte tenu de l’importance de la rétention de main-d’œuvre, soit l’activité économique devrait se redresser à court terme, soit l’emploi et la croissance des salaires devraient diminuer. Un certain assouplissement des conditions du marché du travail est déjà visible dans la baisse des offres d’emploi, qui est généralement la première variable par laquelle commence l’ajustement.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s’avèrent plus marqués qu’anticipé. Un affaiblissement de l’économie mondiale ou un nouveau ralentissement du commerce international pourraient également peser sur la croissance de la zone euro. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l’Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient constituent des sources importantes de risques géopolitiques. Ceci pourrait conduire à une baisse de confiance des entreprises et des ménages dans l’avenir et à des perturbations du

commerce international. La croissance pourrait être plus soutenue si la hausse des revenus réels se traduit par une augmentation des dépenses plus importante qu'attendu, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

Dans ce contexte, il est estimé que les risques relatifs à la croissance et à l'inflation dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème sont, de manière générale, de plus en plus orientés à la baisse. Il a également été noté qu'un résultat plus modéré de l'activité au quatrième trimestre, avec une économie qui stagnerait ou même se contracterait, impliquerait mécaniquement une croissance nettement plus faible pour 2024 en raison d'un effet de report. De plus, le taux de croissance en 2023 et 2024 devrait rester largement au-dessous de son potentiel, principalement en raison du durcissement des conditions de financement, d'une confiance faible, du retrait des mesures de soutien budgétaire et de l'effet différé du resserrement de la politique monétaire.

La croissance de la zone euro restant décevante, y compris dans une perspective à moyen terme, il a été jugé important d'insister sur la nécessité de réformes structurelles pour remédier à la faible productivité et aux obstacles du côté de l'offre. La faible croissance potentielle en Europe souligne l'importance de réaliser des progrès dans la mise en œuvre de l'union des marchés de capitaux, ainsi que dans l'amélioration du fonctionnement du marché unique et d'autres marchés de facteurs et de produits. Dans ce contexte, il a été souligné que les gouvernements nationaux sont confrontés à plusieurs défis structurels, dont le vieillissement de la population et les transitions écologique et numérique, qui doivent être relevés dans un contexte de risques géopolitiques accrus. Même si l'activité et la confiance dans le secteur manufacturier se redressent peu à peu, les entreprises restent confrontées à des obstacles structurels qui ne sont pas liés à la politique monétaire de la BCE et auxquels les pouvoirs publics doivent d'abord répondre par des réformes structurelles.

Concernant la réforme du cadre de gouvernance budgétaire de l'UE, il a été souligné que la Commission européenne et le Conseil européen devraient mettre en œuvre les nouvelles règles de manière aussi transparente et efficace que possible, et de façon à permettre de nouveaux progrès en matière d'assainissement budgétaire tout en créant une marge de manœuvre pour l'investissement. Il a également été rappelé que les gouvernements doivent réduire les ratios élevés de dette publique, tout en étant prêts à contribuer à combler le déficit d'investissement dans la transition écologique et l'adaptation au changement climatique. Cela implique qu'ils ont également dû ajuster non seulement la trajectoire des politiques budgétaires « générales », mais aussi la composition des budgets, afin de pouvoir atteindre des niveaux d'activité économique véritablement durables et qui seraient résilients face au scénario de plus en plus plausible selon lequel les pays n'atteindraient pas les objectifs de l'Accord de Paris.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation s'est inscrite en hausse en décembre, à 2,9 %, certaines mesures budgétaires prises par le passé pour amortir l'impact des prix élevés de l'énergie étant sorties du calcul du taux d'inflation annuel ; le rebond de l'inflation a toutefois été moins important que prévu. Mis à part cet effet de base, la tendance générale de ralentissement de l'inflation s'est poursuivie. La hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 6,1 % en décembre. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a également baissé de nouveau, à 3,4 %, sous l'effet du recul de la composante biens à 2,5 %. La hausse des prix des services est restée stable, à 4,0 %. Le ralentissement de l'inflation devrait se poursuivre en 2024 à mesure que les effets des chocs énergétiques passés, des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et de la réouverture de l'économie après la pandémie s'estompent, et que le resserrement de la politique monétaire continue de peser sur la demande. Presque toutes les mesures de l'inflation sous-jacente ont de nouveau reculé en décembre. Le taux élevé de la hausse des salaires et la baisse de la productivité du travail maintiennent des pressions élevées sur les prix intérieurs, mais elles aussi ont commencé à s'atténuer. Dans le même temps, la diminution des profits unitaires a commencé à modérer l'incidence inflationniste de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les mesures des anticipations d'inflation à court terme se sont nettement réduites, alors que les anticipations à long terme se situent essentiellement autour de 2 %.

Les membres du Conseil ont souligné que la baisse récente de l'inflation constitue une bonne nouvelle. Les chiffres de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente ont récemment été constamment inférieurs aux niveaux prévus, suggérant un processus désinflationniste plus rapide qu'anticipé. Il est donc probable qu'en mars, avec les nouvelles projections, l'inflation soit révisée à la baisse pour 2024. Dans ce contexte, il a été souligné que les projections ont tendance à sous-estimer les variations du momentum de l'inflation dans les deux sens. En outre, des surprises à la baisse en matière d'inflation se produisent actuellement parallèlement à des surprises à la baisse en matière de croissance et à des signes répétés d'une transmission de la politique monétaire plus forte qu'anticipé. De plus, les intervenants de marché s'attendent à un profil d'inflation plus faible, notamment pour 2024. Il a été mentionné que cela suggère que les risques pesant sur les projections d'inflation pourraient s'orienter à la baisse, en particulier à court terme.

Cependant, il a été souligné que les perspectives d'inflation restent particulièrement obscurcies à court terme. La saisonnalité pourrait jouer un rôle disproportionné, de nombreuses entreprises affichant de nouveaux prix en début d'année. Cette situation est susceptible de rendre plus complexe l'interprétation des chiffres de l'inflation disponibles. De plus, il a été souligné que l'extraction, à partir des données mensuelles, d'un signal sur l'évolution de l'inflation à moyen terme reste soumise à une forte incertitude. À cet égard, la composante à moyen terme de la dynamique des salaires et l'évolution des anticipations d'inflation restent cruciales. La question reste également ouverte de

savoir comment les variations, liées à la pandémie, des prix des services se résorberont par rapport aux prix des biens. Il pourrait y avoir soit une déflation plus prolongée des prix des biens, soit une période prolongée de hausse des prix des services au-dessus des niveaux normaux, les prix des services étant généralement plus rigides et plus fortement déterminés par les salaires.

Si l'inflation totale est généralement considérée comme étant en bonne voie vers la cible d'inflation de 2 % fixée par la BCE, cette trajectoire reste entourée d'une forte incertitude, en particulier sur le moyen terme. La perspective d'un retour rapide et durable de l'inflation à la cible reste donc fragile et dépend de la matérialisation d'un certain nombre d'hypothèses favorables. En particulier, l'accent a été mis sur la baisse projetée de la croissance record des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui est fondée sur un rebond de la productivité parallèlement à un ralentissement de la croissance des salaires en 2024. De plus, il a été supposé que la hausse des coûts de main-d'œuvre continuerait d'être absorbée par les profits, comme l'indique la diminution prévue de la contribution des profits unitaires à l'inflation intérieure. Il a de nouveau été fait référence aux difficultés du « dernier kilomètre », la dernière ligne droite vers la cible d'inflation étant considérée comme plus difficile que les phases antérieures. Cela a été vu comme un risque, car la désinflation rapide à la suite de l'inversion des chocs d'offre et du resserrement monétaire vigoureux commencera bientôt à ralentir, et les composantes intérieures de l'inflation pourraient se révéler plus persistantes ou de nouveaux chocs pourraient compromettre les progrès accomplis. Par exemple, même si le momentum de l'inflation dans les services s'est ralenti, le taux de croissance annuel est resté élevé, ressortant à 4 % en décembre. De même, l'inflation intérieure s'est ralentie, mais reste supérieure aux autres mesures de l'inflation sous-jacente. De plus, l'absorption de coûts d'intrants plus élevés par une réduction des marges bénéficiaires n'est pas garantie, comme le suggère l'augmentation des anticipations relatives aux prix de vente sur trois mois successifs.

S'agissant plus précisément des évolutions des salaires, les membres du Conseil ont rappelé que les tensions sur les salaires sont essentielles pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Jusqu'à présent, la croissance des salaires est restée forte et, associée à la croissance négative de la productivité, a entraîné une hausse historiquement importante de 6,7 % des coûts unitaires de main-d'œuvre au troisième trimestre 2023. La distance entre la croissance des salaires actuelle d'environ 5 % et une hausse tendancielle de 3 % ou 2½ % compatible avec la cible d'inflation de 2 %, en supposant une croissance tendancielle de la productivité de 1 % ou ½ %, est considérée comme très importante et susceptible de ne diminuer que progressivement au fil du temps. Il reste à voir si la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre diminuera fortement en 2024 comme supposé dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, qui s'appuient en partie sur une reprise assez forte de la croissance de la productivité combinée à un ralentissement de la croissance des salaires.

Il a été souligné que, malgré une stagnation, l'économie continue de créer de l'emploi. Le taux de chômage est clairement inférieur à toutes les estimations disponibles du taux de chômage n'accéléral pas l'inflation (NAIRU) pour la zone euro. Par conséquent, les syndicats se considéreront probablement encore en position de force dans les négociations. Il convient également de garder à l'esprit que les hausses de salaire tardives dans certains pays impliquent des tensions plus persistantes sur la croissance des salaires, s'étendant jusqu'en 2025. Dans le même temps, la raison pour laquelle les coûts unitaires de main-d'œuvre étaient censés s'améliorer sensiblement cette année tient au fait que l'économie devait se redresser fortement selon les projections de décembre. Ainsi, dans le scénario de référence, les entreprises pouvaient augmenter la production cette année sans nécessairement créer de l'emploi, l'amélioration de la productivité garantissant une baisse plus rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre que des salaires. Si la croissance de l'économie venait à être plus faible, les coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient ne pas diminuer et les tensions inflationnistes pourraient persister. Toutefois, il a également été avancé qu'il était peu probable que cela arrive, car les entreprises seraient confrontées à un affaiblissement de la demande et de leur pouvoir de fixation des prix, auquel elles répondraient *in fine* par des licenciements, ce qui préviendrait une nouvelle baisse de la productivité du travail.

De plus, il a été souligné que la croissance de 5 % environ des salaires nominaux – selon les dernières données disponibles pour la rémunération par tête (pour le troisième trimestre 2023) – n'était pas nécessairement un chiffre excessivement élevé en phase de « rattrapage », compte tenu du fait que les salaires réels ont diminué de 7 % environ depuis le début de la forte hausse de l'inflation. Un redressement des salaires réels, comme il ressort également des projections de décembre, pourrait être considéré comme nécessaire pour permettre une reprise de l'économie de la zone euro après la période de stagnation actuelle. Dans un contexte de faible demande, cela ne devrait pas exercer de pression à la hausse sur l'inflation. À l'inverse, si l'emploi et les salaires devaient trop s'affaiblir, le risque existe que l'économie se retrouve rapidement en situation de faible croissance et de faible inflation. De plus, dans un contexte de désinflation rapide, il semble également probable que les syndicats acceptent des augmentations de salaires nominaux plus faibles pour obtenir les mêmes augmentations de salaires réels. Enfin, l'attention a été attirée sur le risque de surinterprétation du signal provenant de la croissance actuelle des salaires, le marché du travail présentant généralement un retard par rapport à la dynamique de la production ; par conséquent, l'impact du resserrement de la politique monétaire sur la croissance des salaires devrait également être visible avec un décalage.

Dans ce contexte, le sentiment s'est imposé que le signal provenant de la croissance des salaires au premier trimestre de cette année serait important, de nombreux contrats salariaux devant être réglés dans les prochains mois. Pour le moment, on ignore encore comment les travailleurs réagiront dans le nouvel environnement de baisse de l'inflation, avec un niveau des prix toujours élevé par rapport aux

niveaux des salaires. Les informations disponibles provenant des outils de suivi des salaires sont globalement en ligne avec le scénario de référence des projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. Par conséquent, la question a été soulevée de savoir si les nouveaux accords salariaux vont corroborer les premiers signes récents de ralentissement en ligne avec les projections et si les entreprises vont continuer à comprimer les marges. Ces deux éléments seraient cohérents avec un retour de l'inflation à la cible à moyen terme. Finalement, il a également été rappelé que, si les salaires négociés constituent généralement un indicateur retardé de la croissance économique, le glissement des salaires – l'autre composante de la croissance totale des salaires – réagit plus instantanément au cycle conjoncturel global. Dans le contexte d'une économie ayant stagné pendant près d'un an et demi, il est donc probable que cette composante de la croissance des salaires se révèle plus faible que ne le suggèrent les informations provenant de l'outil de suivi des salaires pour les salaires négociés.

L'attention a été attirée sur une autre raison pour laquelle l'inflation pourrait baisser malgré la hausse des salaires. Comme les salaires représentent seulement 40 % environ des coûts totaux des entreprises et que la plupart des indicateurs des coûts intermédiaires s'inscrivent actuellement en baisse, si l'on considère globalement l'évolution des salaires et des coûts intermédiaires, les tensions exercées sur l'inflation par les coûts totaux diminuent. Les variations des prix à la production précédant généralement de quelques trimestres les variations des prix à la consommation, cette baisse des tensions sur les coûts devrait se transmettre aux prix à la consommation au cours des prochains trimestres. Les coûts intermédiaires évoluant maintenant dans le sens opposé à celui des salaires, la croissance des salaires n'est pas un indicateur suffisant pour capturer les tensions sur les coûts globaux dans l'économie, étant donné que les prix sont généralement fixés comme une marge bénéficiaire sur les coûts totaux, et pas seulement sur les coûts des salaires.

La question a également été posée de savoir si, dans un avenir proche, les marges bénéficiaires seraient en mesure de continuer à absorber la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Si ce n'est pas le cas, les entreprises pourraient répercuter de plus en plus les coûts unitaires de main-d'œuvre élevés sur les prix. Les profits des entreprises sont loin d'atteindre les niveaux exceptionnels de 2022, année où les entreprises sont censées avoir profité d'une inflation élevée pour augmenter les marges bénéficiaires. De fait, les marges bénéficiaires se sont déjà réduites au point que des données ponctuelles suggèrent que certaines entreprises ont désormais commencé à réduire leurs investissements, car elles se sentent contraintes par un manque de rentabilité. Les performances du secteur manufacturier sont plus faibles et le secteur est également exposé à la concurrence mondiale, les profits pourraient donc continuer d'amortir les coûts unitaires de main-d'œuvre. En revanche, le secteur des services a été largement protégé de la concurrence internationale et la demande est restée robuste. Par conséquent, les coûts unitaires de main-d'œuvre élevés dans ce secteur devraient se répercuter plus facilement sur les prix. Dans ce contexte, il a également été noté que les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

rendements des actions ont laissé penser que la rentabilité des entreprises est restée globalement élevée. De plus, une forte incertitude entoure le lien entre les salaires et la fixation des prix, et il a été souligné que le Conseil des gouverneurs doit suivre un large ensemble de variables pour comprendre comment l'état actuel du marché du travail affecterait à terme l'inflation, plutôt que de s'appuyer sur quelques indicateurs seulement.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les mesures extraites des instruments de marché ont nettement diminué et sont restées largement ancrées à 2 %, reflétant l'opinion du marché selon laquelle l'inflation devrait reculer rapidement et se stabiliser à 2 % environ. Dans ce contexte, il a été fait référence aux risques d'une perte d'ancrage à la baisse des anticipations d'inflation, en raison de la faiblesse de l'activité économique et d'une désinflation plus rapide et plus large qu'anticipé. Dans le même temps, il a été avancé qu'il n'y a pas d'indication d'une perte d'ancrage à la baisse des anticipations, les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises étant plutôt orientées à la hausse. Dans l'ensemble, les évolutions sont largement considérées comme allant dans la bonne direction.

Dans ce contexte, les risques à la hausse pesant sur l'inflation comprennent les tensions géopolitiques accrues, en particulier au Moyen-Orient, qui pourraient faire augmenter les prix de l'énergie et les coûts du fret à court terme et entraver le commerce mondial. L'inflation pourrait également être plus forte qu'anticipé si les salaires augmentent plus que prévu ou si les marges bénéficiaires s'avèrent plus résistantes. En revanche, l'inflation pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue. De plus, l'inflation pourrait diminuer plus rapidement à court terme si les prix de l'énergie évoluent en ligne avec la récente modification à la baisse des anticipations de marché relatives à la trajectoire future des prix du pétrole et du gaz.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché sont globalement inchangés par rapport aux niveaux observés au moment de la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, mais ils ont affiché une volatilité importante. La baisse rapide des taux d'intérêt de marché observée jusqu'au tournant de l'année s'est inversée par la suite, sous l'effet de la communication des membres du Conseil des gouverneurs qui a modéré les anticipations d'une réduction imminente des taux directeurs. Cela a conduit les marchés à intégrer dans les prix une probabilité plus faible que des réductions des taux directeurs interviennent lors des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs. Néanmoins, les baisses de taux cumulées attendues pour 2024 représentent actuellement presque le double des 75 points de base qui avaient été intégrés dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. En outre, il a été avancé que les marchés s'attendent à des taux d'intérêt plus bas, car ils anticipent une croissance et une inflation plus faibles que prévu, en particulier en 2024.

À cet égard, il est largement estimé que la valorisation actuelle par les marchés des taux d'intérêt futurs ne constitue pas le signe d'une incompréhension de la fonction de réaction de la BCE. Il semble plutôt que les marchés s'attendent simplement à ce que l'inflation soit plus faible que prévu dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, notamment pour 2024. Les anticipations des marchés relatives à l'inflation et à la trajectoire future des taux d'intérêt nominaux ayant évolué parallèlement à la baisse, le profil des taux d'intérêt réels anticipés est demeuré globalement inchangé. Il est important de ne pas ignorer l'évaluation des marchés et il est jugé souhaitable de faire preuve d'humilité pour juger leurs anticipations relatives à l'inflation et aux taux d'intérêt. Toutefois, cela ne signifie pas que le Conseil des gouverneurs doive suivre ou valider ces anticipations. La valorisation des marchés réagira probablement à la fois aux données devenant disponibles et à la communication par le Conseil des gouverneurs de sa propre évaluation.

Les marchés d'actions de la zone euro sont considérés comme ayant été relativement dynamiques en 2023 et comme restant robustes en 2024, malgré une détérioration des perspectives de croissance économique. Il a été avancé que cela pourrait refléter, en partie, la réévaluation des perspectives relatives aux taux d'intérêt par les marchés financiers, qui pourraient sous-estimer le risque d'un cycle d'assouplissement moins prononcé de la politique monétaire. Une autre interprétation de la vigueur des marchés d'actions tient au fait que les intervenants sur les marchés financiers s'attendent peut-être à ce que les profits demeurent résistants, ce qui pourrait justifier les valorisations actuelles sur les marchés d'actions, notamment pour les entreprises opérant au niveau mondial.

Les membres du Conseil soulignent également que les marchés financiers de la zone euro ont continué de bien fonctionner, les écarts de rendement des obligations souveraines et des obligations d'entreprises étant généralement contenus et en diminution pour la plupart. Aucun signe de fragmentation des marchés dans un contexte de normalisation du bilan de l'Eurosystème, ce qui constitue une évolution bienvenue. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont nettement assouplies depuis la réunion de politique monétaire d'octobre, lorsque le Conseil des gouverneurs a interrompu pour la première fois le cycle de relèvement après la série de hausses des taux d'intérêt mises en œuvre depuis juillet 2022. Les conditions financières demeurent globalement inchangées par rapport à la réunion de décembre et ne se sont que légèrement durcies depuis le point bas enregistré vers la fin 2023.

Les membres sont convenus que la politique monétaire restrictive de la BCE s'était transmise vigoureusement aux conditions de financement des entreprises et des ménages, tandis que certaines données récentes indiquent que les coûts d'emprunt pourraient avoir atteint un point haut. Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises ont diminué en novembre 2023 pour la première fois depuis longtemps et, si les taux hypothécaires ont encore augmenté, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire suggère une certaine stabilisation du durcissement des critères d'octroi de crédit et un

assouplissement des modalités et des conditions des prêts au logement. Toutefois, il a été rappelé que, même si les taux appliqués aux nouveaux prêts pourraient être en passe d'atteindre un point de retournement, une grande partie de la revalorisation de l'encours des prêts existant à des taux plus élevés ne s'est pas encore concrétisée.

La dynamique du crédit s'est légèrement améliorée, mais reste globalement faible. Cette faiblesse reflète l'impact du resserrement passé de la politique monétaire, qui, comme le montre la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, a également contribué à une nouvelle baisse de la demande de crédit au quatrième trimestre 2023. Du côté de l'offre de crédit, il a été avancé que les faibles incitations à l'octroi de prêts bancaires pourraient également avoir joué un rôle. Les banques disposent d'alternatives avantageuses pour utiliser leurs liquidités, y compris en investissant sur les marchés obligataires et en plaçant des fonds au titre de la facilité de dépôt de la BCE. Des données empiriques suggèrent toutefois que l'offre de prêts n'est pas considérée comme un problème majeur par les entreprises, lesquelles avancent d'autres sujets, tels que la réglementation et le manque de main-d'œuvre qualifiée, comme étant plus importants. Dans l'ensemble, il a été jugé que la transmission de la politique monétaire aux volumes de crédit était restée forte, en particulier pour les prêts hypothécaires. Dans le même temps, la dynamique du crédit semble être en ligne avec le narratif d'un atterrissage en douceur pour l'économie. En outre, le fait que les flux mensuels de prêts aux entreprises ont atteint leur niveau le plus élevé depuis plus d'un an et que les prêts accordés aux ménages se sont redressés pourrait indiquer que la dynamique du crédit est proche d'un point de retournement et que la transmission de la politique monétaire aux volumes de prêts bancaires a atteint un pic.

Enfin, la remarque a été faite qu'en réponse aux changements d'orientation de la politique monétaire, les stratégies de financement des banques se normalisaient progressivement, en termes tant de configuration des taux d'intérêt des banques que de recours au bilan de l'Eurosystème. Les banques ont bénéficié de la possibilité de s'appuyer sur des marchés de financement qui fonctionnent bien, avec des écarts de rendement stables et durables. Si les stratégies de financement plus diversifiées peuvent entraîner une augmentation des coûts de financement agrégés des banques, elles ont contribué à la solidité des bilans des banques et ont par conséquent renforcé leur résistance aux chocs dans l'environnement macrofinancier incertain qui prévaut actuellement. Cela favoriserait également une transmission ordonnée et harmonieuse de la politique monétaire si des chocs venaient à se matérialiser.

## **Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener**

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont analysé les données disponibles depuis la dernière réunion conformément aux trois principaux éléments définis par le

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Conseil des gouverneurs en 2023 comme étant importants pour déterminer sa fonction de réaction. Ces éléments comprennent a) les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation, b) la dynamique de l'inflation sous-jacente et c) la force de la transmission de la politique monétaire. Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont considéré que les évolutions récentes de l'activité économique et de l'inflation étaient cohérentes avec l'orientation actuelle de la politique monétaire. De nouveaux progrès ont été réalisés concernant les trois éléments de la fonction de réaction, ce qui permet d'être confiant dans l'efficacité de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les données publiées depuis la précédente réunion suggèrent que le processus de désinflation se déroule globalement comme prévu, voire à un rythme légèrement plus rapide qu'anticipé précédemment. Il a été avancé que, sur la base des informations disponibles et des hypothèses actualisées, et en particulier de la baisse des prix de l'énergie, les nouvelles projections des services de la BCE qui seront publiées en mars devraient faire apparaître une révision à la baisse de l'inflation pour 2024. Toutefois, il a été souligné que la question importante du point de vue de la politique monétaire était de savoir dans quelle mesure les nouvelles relatives à l'inflation à court terme entraîneraient des modifications des perspectives d'inflation à moyen terme. Si les informations disponibles ont globalement confirmé l'évaluation précédente des perspectives d'inflation à moyen terme, il serait prématuré de tirer des conclusions définitives à cet égard, une évaluation plus complète étant nécessaire quand les projections de mars seront disponibles. Même si l'inflation a diminué plus rapidement que prévu, cela peut être attribué en partie à des facteurs ponctuels et à des évolutions des prix de l'énergie qui pourraient facilement s'inverser. Pour une évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme, un large éventail de variables doit être pris en compte, en particulier la mesure dans laquelle la désinflation entraînerait une baisse des revendications salariales.

S'agissant des nouvelles projections, les anticipations actuelles des marchés relatives aux taux d'intérêt sont également importantes en tant qu'hypothèses conditionnelles. Les anticipations des marchés sont actuellement nettement inférieures à celles qui sous-tendaient les projections de décembre. La trajectoire plus basse des taux d'intérêt actuellement anticipée par les marchés constituant en partie une réaction endogène au ralentissement de l'inflation, il convient d'évaluer soigneusement dans quelle mesure des taux nominaux plus bas se traduiraient par une croissance et une inflation plus élevées dans le futur. Il convient notamment d'examiner comment la trajectoire attendue des taux réels pourrait changer dans les projections à partir de nouvelles hypothèses.

Les membres du Conseil ont noté que les mesures de l'inflation sous-jacente ont franchi leur pic, ayant diminué depuis l'été, et que l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et alimentation a été plus faible que prévu selon les données publiées récemment. Le momentum des mesures de l'inflation sous-jacente qui restent relativement élevées, dont la hausse des prix des services et l'inflation

intérieure, s'est également ralenti. Pourtant, la croissance des salaires est demeurée forte, avec seulement des indications limitées d'un retournement jusqu'à présent. En outre, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont fortement augmenté, reflétant en partie une faible croissance de la productivité, et il reste à déterminer s'ils augmenteront aussi lentement que prévu dans les projections, qui sont fondées sur une reprise de la croissance de la productivité accompagnée d'une modération de la croissance des salaires. Une nouvelle source d'incertitude concerne la mesure dans laquelle la contribution des profits unitaires à l'inflation intérieure va continuer de diminuer comme prévu, les entreprises absorbant les coûts de main d'œuvre plus élevés au lieu de les répercuter sur les consommateurs.

S'agissant de l'évaluation de la transmission de la politique monétaire, les membres du Conseil ont noté qu'il existait des éléments probants indiquant que la politique monétaire se transmettait aux marchés financiers, aux conditions de financement et aux conditions de crédit, avec un impact très probablement plus fort que prévu. Toutefois, l'incertitude subsiste quant au moment où l'impact atteindra son pic et quant à l'incidence globale *in fine* du resserrement de la politique monétaire sur l'économie réelle et l'inflation.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont indiqué qu'il était encore nécessaire de faire preuve de continuité, de prudence et de patience, car le processus désinflationniste reste fragile et un relâchement trop précoce pourrait compromettre certains des progrès accomplis. Même si le choc inflationniste initial s'est largement inversé, il va maintenant falloir penser à l'inversion des effets de second tour, qui pourraient s'avérer plus tenaces. Dans le même temps, les membres du Conseil ont exprimé leur confiance accrue dans le fait que l'inflation reviendrait au plus tôt vers sa cible de 2 %. Il a été souligné que, pour la première fois depuis de nombreuses réunions, les risques pesant sur le retour de l'inflation à sa cible sont considérés comme globalement équilibrés ou au moins en train de devenir plus homogènes. Dans le même temps, il a également été avancé qu'après plusieurs années de dépassement significatif de la cible d'inflation, les coûts d'un nouveau dépassement sont probablement plus élevés que les coûts d'une inflation inférieure à sa cible.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont rappelé que la cible d'inflation de la BCE était symétrique, impliquant la nécessité d'éviter une inflation aussi bien inférieure que supérieure à la cible, à moins que les taux directeurs ne soient proches du plancher effectif. Dans le même temps, l'inflation est susceptible de présenter une certaine volatilité à mesure qu'elle se rapproche de la cible de 2 %, et de nouveaux chocs pourraient se matérialiser. Même si les projections prévoient une inflation temporairement inférieure à 2 %, tant que cet écart n'est ni important ni persistant, il a été conclu, en cohérence avec l'orientation de la BCE à moyen terme, que le Conseil des gouverneurs ne devait pas nécessairement agir. Toutefois, il a été rappelé que, dans la mesure où la stratégie de politique monétaire de la BCE ne définit pas une cible d'inflation moyenne, le Conseil des gouverneurs

ne devrait pas avoir pour objectif une inflation inférieure à la cible, et que tout écart persistant par rapport à la cible d'inflation, dans un sens ou dans l'autre, nécessite une réponse de la politique monétaire.

## Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels. Il a été réitéré que de nouveaux progrès devaient être accomplis dans le processus désinflationniste avant que le Conseil des gouverneurs puisse être suffisamment confiant dans le retour au plus tôt et durable de l'inflation vers la cible de la BCE. Au stade actuel, il a été considéré comme important que la politique monétaire maintienne son cap et que le Conseil des gouverneurs agisse avec fermeté. Dans le même temps, les membres du Conseil ont souligné le fait que la politique monétaire reste déterminée par les données. Il a été réaffirmé que, sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, s'ils sont maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à ramener au plus tôt l'inflation à la cible de moyen terme. Les futures décisions garantiront que les taux d'intérêt directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

Un large consensus s'est dégagé parmi les membres du Conseil sur le fait qu'il était prématuré de débattre de baisses des taux lors de cette réunion, justifiant largement cette opinion par des considérations de gestion des risques. Le risque lié à une réduction trop précoce des taux directeurs est toujours considéré comme étant supérieur à celui d'une réduction trop tardive des taux. Le fait de devoir faire marche arrière, en cas de reprise plus forte que prévu de l'activité économique, d'accélération de la croissance des salaires ou d'apparition de nouvelles tensions inflationnistes, pourrait induire des coûts de réputation élevés. Il a également été souligné que le risque d'un resserrement excessif involontaire de la politique monétaire était atténué par le fait que les marchés financiers intègrent déjà plusieurs baisses de taux en 2024, contribuant à un assouplissement des conditions financières et de financement. Toutefois, il a également été avancé qu'un tel assouplissement pouvait être prématuré et risquerait de compromettre ou de retarder un retour au plus tôt de l'inflation vers la cible. En tout état de cause, les membres sont convenus qu'il est important de suivre une approche s'appuyant sur les données plutôt qu'une approche fondée sur le calendrier, en ligne avec les éléments de la fonction de réaction communiqués par le Conseil des gouverneurs en 2023.

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

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 25 janvier 2024](#)

## Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 24-25 janvier 2024

### Membres

- Mme Lagarde, Présidente
- M. de Guindos, Vice-président
- M. Centeno\*
- M. Cipollone
- M. Elderson
- M. Hernández de Cos
- M. Herodotou
- M. Holzmann\*
- M. Kazāks
- M. Kažimír
- M. Knot\*
- M. Lane
- M. Makhlouf
- M. Müller
- M. Nagel

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Panetta
- M. Reinesch\*
- Mme Schnabel
- M. Scicluna\*
- M. Šimkus
- M. Stournaras
- M. Välimäki, qui remplace temporairement M. Rehn
- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau
- M. Vujčić
- M. Wunsch

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en janvier 2024 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 Secrétariat
- M. Rostagno, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Politique monétaire
- M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

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

#### **Personnes accompagnantes**

- Mme Bénassy-Quéré
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Haber
- M. Kaasik

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Koukoularides
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- M. Martin
- Mme Mauderer
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Pösö
- M. Rutkaste
- M. Sleijpen
- M. Šošić
- 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
- M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 4 avril 2024.