

Réunion des 6 et 7 mars 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 6 et le jeudi 7 mars 2024

4 avril 2024

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a noté que, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 24 et 25 janvier 2024, les anticipations relatives à la politique monétaire ont continué de se rétracter par rapport aux premières réductions de taux d'intérêt importantes initialement anticipées au tournant de l'année.

Des nouvelles plus favorables concernant l'économie mondiale aussi bien que moins favorables concernant l'inflation ont constitué des facteurs déterminants des évolutions sur les marchés financiers. S'agissant du premier facteur, des données macroéconomiques inattendues ont évolué en territoire positif dans la zone euro, aux États-Unis et en Chine pour la première fois depuis mai 2023. Par conséquent, les investisseurs ont attribué une probabilité sensiblement plus faible au scénario d'un atterrissage brutal de l'économie mondiale.

Le second facteur est lié à une réévaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. Des chiffres communiqués plus élevés que prévu pour l'inflation dans la zone euro et aux États-Unis, en particulier pour l'inflation *core*, ont affaibli les espoirs qu'avaient les investisseurs d'une désinflation rapide et sans heurt. Si l'on considère la trajectoire de l'inflation totale et de l'inflation *core* dans la zone euro (mesurées, respectivement, par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et l'indice total hors énergie et produits alimentaires) en 2024, les marchés obligataires indexés sur l'inflation ont intégré des taux d'inflation totale légèrement plus élevés au cours de l'année par rapport aux anticipations au moment de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier.

En réponse aux anticipations des investisseurs d'une atténuation des risques baissiers extrêmes pesant sur l'activité économique et d'une trajectoire de désinflation légèrement plus cahoteuse, les marchés de taux ont intégré un cycle d'assouplissement nettement moins prononcé dans la zone euro, les baisses de taux d'intérêt cumulées attendues fin 2024 ayant nettement diminué, d'environ 160 points de base fin décembre à environ 90 points de base à l'heure actuelle. Après la dernière réévaluation, l'écart entre les anticipations des marchés de taux d'intérêt et ceux rapportés par les analystes de marché a en grande partie disparu.

Aux États-Unis, des données solides pour le marché du travail, des chiffres plus élevés que prévu pour l'inflation et une communication plus prudente du Système fédéral de réserve ont déclenché une réévaluation encore plus importante des anticipations relatives aux taux directeurs. En conséquence, les courbes à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) ont également intégré un cycle d'assouplissement nettement moins prononcé aux États-Unis.

Un facteur explicatif clef des anticipations d'un cycle d'assouplissement de la politique monétaire synchronisé entre les différentes économies avancées réside dans la composante commune de l'inflation mondiale. Les marchés anticipent la poursuite d'une évolution synchronisée de la dynamique désinflationniste au cours de l'année à venir. Les effets de contagion en provenance des États-Unis ont été un autre facteur expliquant le co-mouvement étroit des anticipations de politique monétaire entre les différentes juridictions. Les publications de données américaines ont continué d'exercer une influence significative sur les rendements dans les autres économies avancées.

Une décomposition des taux OIS dans la zone euro et aux États-Unis pour différentes échéances entre compensation de l'inflation et taux réels montre que, dans la zone euro, la compensation de l'inflation a nettement augmenté tout au long de la courbe. Dans le même temps, les taux réels ont baissé, en particulier sur la partie longue, impliquant un léger assouplissement des conditions de financement via les taux sans risque. Aux États-Unis, la hausse de la compensation de l'inflation s'est révélée légèrement moins prononcée, les taux réels restant fermes sur l'ensemble de la courbe.

L'élargissement du différentiel de rendement s'est reflété dans une légère dépréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar. En termes effectifs nominaux, l'euro est resté largement inchangé, tandis que le dollar s'est apprécié.

Malgré la réévaluation des perspectives d'inflation à court terme, les risques pesant sur les perspectives d'inflation à long terme n'ont pas significativement changé depuis janvier 2024, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) à cinq ans dans cinq ans étant demeuré globalement inchangé. Par rapport à des niveaux proches de leur pic atteints lors de la réunion de septembre 2023 du Conseil des gouverneurs, les taux à terme ILS ont significativement baissé, sous l'effet principalement d'une diminution de la prime de risque d'inflation. Le net resserrement passé semble avoir efficacement contenu et, finalement, réduit les risques pesant sur les perspectives d'inflation à long

terme. Néanmoins, le taux ILS à cinq ans dans cinq ans demeure bien supérieur à sa moyenne historique. En ligne avec les taux ILS, les prix des options de la zone euro indiquent également que les risques d'inflation élevée se sont atténués, mais demeurent légèrement supérieurs aux moyennes historiques.

Les marchés des actifs risqués semblent avoir fait abstraction de l'impulsion de resserrement résultant des anticipations d'un cycle d'assouplissement plus tardif et moins prononcé, à la faveur d'une amélioration du sentiment du marché à l'égard du risque. Les indices boursiers de référence dans l'ensemble des grandes économies avancées et émergentes, y compris la Chine, ont suivi une tendance à la hausse depuis la réunion de janvier du Conseil des gouverneurs.

La solidité du sentiment à l'égard du risque s'est également manifestée sur les marchés des obligations d'entreprises. Il en est allé de même pour les marchés des obligations souveraines, où les *spreads* sur les Bunds allemands ont continué de se réduire, l'écart entre les rendements des obligations souveraines à dix ans italiennes et allemandes étant à son plus bas niveau depuis mars 2022. Les investisseurs ont toujours à cœur de s'assurer des rendements intéressants dans un contexte où l'on anticipe que le cycle de resserrement a atteint son pic. Les ratios de couverture des émissions ont poursuivi leur tendance à la hausse progressive, indiquant une forte demande d'obligations malgré un niveau record d'émissions souveraines sur les 12 derniers mois.

Malgré les évolutions favorables des prix sur les marchés des actifs risqués, certaines poches de risques émergent, par exemple en lien avec le marché de l'immobilier commercial, mais elles n'ont pas eu de répercussions plus larges sur les intermédiaires financiers et les marchés financiers. De plus, le redressement continu des compartiments de marché plus risqués, malgré la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire, et les valorisations tendues de certains actifs pourraient indiquer un excès de confiance des marchés financiers.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant tout d'abord des perspectives mondiales, M. Lane a noté que l'activité économique mondiale restait atone, mais avec quelques signes d'amélioration. La dynamique des échanges de biens et de services devrait se renforcer au premier trimestre de l'année. Les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE pour la zone euro prévoient un redressement significatif de la demande étrangère adressée à la zone euro, en ligne avec les exercices précédents. La demande étrangère adressée à la zone euro devrait augmenter de 2,4 % en 2024, 3,1 % en 2025 et 3,2 % en 2026, reflétant les anticipations d'une normalisation de la demande de biens, qui profiterait aux producteurs européens. En ce qui concerne les matières premières, depuis la dernière réunion, les prix du pétrole ont augmenté, tandis que ceux du gaz ont

encore baissé. Les prix internationaux des métaux ont également diminué, tandis que les prix des produits alimentaires ont légèrement augmenté.

S'agissant de la zone euro, M. Lane a rappelé que, selon la récente estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale dans la zone euro est ressortie à 2,6 % en février, après 2,8 % en janvier. Même si la variation des prix de l'énergie est devenue moins négative, en partie en raison du retrait partiel du soutien budgétaire, la hausse des prix des produits alimentaires s'est fortement ralentie, revenant à 4,0 % en février après 5,6 % en janvier. Cette évolution reflète une atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires transformés et non transformés. L'inflation *core* est revenue à 3,1 % en février, après 3,3 % en janvier. Sur la même période, le taux de variation des prix des biens industriels non énergétiques s'est ralenti, ressortant à 1,6 % après 2,0 %. L'inflation dans le secteur des services a diminué de 0,1 point de pourcentage, à 3,9 %. L'inflation est restée plus élevée pour les services sensibles aux salaires que pour les services qui ne le sont pas, ce qui corrobore l'idée du rôle important que joue une forte croissance des salaires dans le niveau élevé de renchérissement des services.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué en janvier à mesure que l'incidence des chocs d'offre défavorables passés continue de s'estomper, que la baisse des prix de l'énergie réduit les tensions sur les coûts et en raison des effets de la politique monétaire plus restrictive sur la demande. Dans la partie basse de la fourchette, l'indicateur de la composante persistante et commune de l'inflation est proche de 2 % depuis novembre. Toutefois, le taux de croissance annuel de l'indicateur relatif à l'inflation intérieure est resté inchangé, à 4,5 %. Les tensions sur les prix intérieurs mesurées par la croissance du déflateur du PIB demeurent élevées, même si le déflateur devrait continuer à s'inscrire en baisse progressive. La croissance des profits constitue un premier amortisseur des fortes tensions sur les coûts de main-d'œuvre et se redressera par la suite.

Selon les projections de mars établies par les services de la BCE, la croissance de la rémunération par tête devrait s'être ralentie, ressortant à 4,8 % au quatrième trimestre 2023, après 5,3 % au troisième trimestre. Sur la base des données nationales déjà disponibles, les données relatives à la croissance de la rémunération par tête au quatrième trimestre 2023 dans la zone euro, publiées le 8 mars, devraient se révéler légèrement plus basses que prévu. La croissance des salaires négociés, y compris les paiements exceptionnels, s'est ralentie au quatrième trimestre de 0,2 point de pourcentage, à 4,5 %. Les derniers signaux provenant des outils de suivi prospectifs des salaires de la BCE indiquent également un ralentissement progressif de la croissance des salaires négociés dans la zone euro. De plus, la contribution du glissement des salaires, l'élément de rémunération le plus sensible au cycle, a nettement diminué, après s'être établie autour de 2 points de pourcentage début 2022. L'outil de suivi d'*Indeed* et les retours des participants à l'enquête téléphonique menée par la BCE auprès des entreprises indiquent une croissance des salaires moins élevée cette année

qu'en 2023. De plus, les profits semblent absorber une partie de la hausse des coûts de main-d'œuvre, ce qui réduirait leurs effets inflationnistes.

Cette trajectoire baissière de l'inflation devrait se poursuivre au cours des prochains mois. À court terme, l'inflation totale devrait présenter une certaine volatilité en raison d'effets de base dans la composante énergie et du calendrier des fêtes de Pâques. Par la suite, l'inflation totale devrait revenir à l'objectif de la BCE avec la modération de la dynamique des coûts de main-d'œuvre et la dissipation des chocs énergétiques passés, des goulets d'étranglement et des effets de la réouverture post-pandémie. L'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2024, 2,0 % en 2025 et 1,9 % en 2026. Par rapport aux projections de décembre, l'inflation totale a été révisée à la baisse de 0,4 point de pourcentage pour 2024 et de 0,1 point de pourcentage pour 2025, mais demeure inchangée pour 2026. Les projections pour l'inflation *core* ont été révisées à la baisse pour l'ensemble de l'horizon de projection, à 2,6 % pour cette année, 2,1 % pour 2025 et 2,0 % pour 2026. Cela constitue une révision à la baisse de l'inflation *core* de 0,1 point de pourcentage pour cette année, de 0,2 point de pourcentage pour l'année prochaine et de 0,1 point de pourcentage pour 2026.

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 perturber les échanges mondiaux. 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 freinait davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériorait de manière inattendue.

L'activité économique dans la zone euro est restée faible pendant les deux premiers mois de 2024. Les consommateurs ont continué de restreindre leurs dépenses, l'investissement dans l'immobilier résidentiel est demeuré atone et les entreprises ont moins exporté, reflétant un affaiblissement de la demande extérieure et des pertes de compétitivité. L'investissement des entreprises est également demeuré faible, reflétant l'impact de la politique monétaire restrictive, la diminution des arriérés de commandes et l'atonie de la demande.

Des indicateurs prospectifs tels que les indices des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Indices*, PMIs) se sont améliorés, mais sont demeurés globalement faibles. Si les enquêtes indiquent un redressement progressif de l'activité économique au cours de l'année, celui-ci devrait se révéler plus lent que prévu. Cela reflète le report des chiffres récents plus faibles pour 2023 et le niveau toujours modéré des indicateurs tirés d'enquêtes. À mesure que l'inflation recule et que la progression des salaires se poursuit, les revenus réels vont rebondir et contribuer à la croissance. À plus long terme, l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises devraient être soutenus par un assouplissement des conditions de financement. L'investissement des entreprises devrait également se redresser à la faveur du renforcement de la demande. De plus, la demande

d'exportations adressée à la zone euro devrait s'améliorer avec le rebond de la demande mondiale et l'atténuation des tensions liées à la compétitivité-prix.

S'agissant des composantes de la demande intérieure, les projections prévoient un redressement significatif de la consommation en 2024. L'investissement devrait se contracter en raison de la transmission en cours du resserrement de la politique monétaire et ne devrait donc pas contribuer à la reprise cette année. La reprise sera plutôt tirée par la consommation et les exportations, la consommation de biens jouant un rôle clef. Cela sera, à son tour, interconnecté avec les projections relatives aux coûts de main-d'œuvre. Les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient se ralentir plus vite que la rémunération par tête au cours de l'horizon de projection, en raison du redressement attendu de la productivité. La production manufacturière, en particulier, a été déprimée, mais la main-d'œuvre n'a pas encore été réduite, ce qui a abouti à une hausse du ratio emploi/production et donc à une baisse de la productivité du travail. Selon les projections, un redressement de la production, et en particulier de la production manufacturière, serait atteint par le biais d'un redressement de la productivité. Au total, ces facteurs expliquent la trajectoire descendante de retour à la cible d'inflation.

L'emploi a enregistré une hausse de 0,3 % au dernier trimestre 2023, de nouveau plus forte que l'évolution de l'activité économique. Le taux de chômage a légèrement diminué, pour s'inscrire à un point bas historique de 6,4 % en janvier, après 6,5 % en décembre, chiffre qui avait lui-même été révisé à la hausse. Dans le même temps, les publications de postes vacants ont diminué, et les entreprises étaient moins nombreuses à faire état de limites à la production dues à des pénuries de main-d'œuvre.

En ce qui concerne le marché du travail, les secteurs manufacturier et de la construction ont globalement continué à stagner, ou même à se contracter, les derniers indices des directeurs d'achat (PMI) relatifs à l'emploi restant nettement inférieurs à 50. S'agissant des services, dans le secteur de la haute technologie, les PMI relatifs à l'emploi sont demeurés à des niveaux légèrement supérieurs à 50, tandis que dans le secteur à faible contenu technologique, ils se sont fortement redressés pour s'établir au-dessus de 55. Le nombre d'entreprises faisant état de limites à leurs possibilités de production en raison de la main-d'œuvre a également fortement diminué, en particulier dans le secteur des services.

Les nouvelles projections établies par les services de la BCE font état d'une croissance modérée à court terme, suivie d'une reprise sous l'effet de la hausse des revenus réels, de la dissipation de l'impact du resserrement passé de la politique monétaire sur les conditions de financement et de l'amélioration de la demande extérieure. La croissance de la production devrait s'établir en moyenne à 0,6 % en 2024, à 1,5 % en 2025 et à 1,6 % en 2026. Par rapport aux projections de décembre, la croissance a été révisée à la baisse de 0,2 point de pourcentage pour 2024, mais est restée inchangée pour 2025 et a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2026. Les

perspectives budgétaires ressortant des projections de mars 2024 ont peu évolué par rapport aux projections de décembre 2023.

Les risques pesant sur l'activité 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 majeures 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 vive si l'inflation se ralentissait plus rapidement qu'attendu, si la hausse des revenus réels se traduisait par une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale enregistrait une croissance plus forte que prévu.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la dernière réunion de politique monétaire. La transmission des relèvements passés des taux directeurs aux conditions de financement au sens large est restée forte. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises se sont largement stabilisés, tandis que les taux des prêts hypothécaires ont diminué en décembre et janvier. Toutefois, les taux débiteurs bancaires sont demeurés élevés, ressortant à 5,2 % pour les prêts aux entreprises et à 3,9 % pour les prêts hypothécaires.

Les taux débiteurs bancaires élevés, le durcissement des critères d'octroi et la baisse de l'investissement des entreprises ont continué de freiner la demande de prêts à échéances plus longues. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises, qui était devenu positif pour s'établir à 0,5 % en décembre, s'est de nouveau ralenti en janvier, revenant à 0,2 % en raison d'un flux négatif au cours de ce mois. La croissance en glissement annuel des prêts aux ménages a continué de s'affaiblir, se ralentissant à 0,3 % en janvier.

Les taux de croissance annuels de M3, l'agrégat monétaire large, et de M1, l'agrégat monétaire étroit qui comprend les billets et pièces en circulation et les dépôts à vue, sont restés faibles en janvier, s'établissant à 0,1 % et – 8,6 % respectivement. Après avoir été négatif jusqu'en novembre, le taux de croissance annuel de M3 a été légèrement positif en décembre et en janvier. L'augmentation de M3 s'explique essentiellement par le renforcement des entrées nettes en provenance du reste du monde, principalement en raison de l'important excédent commercial dans un contexte de faiblesse des importations. La faible création de dépôts a continué de sous-tendre une modification de la composition des financements des banques au profit de sources de financement plus coûteuses.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base de l'évaluation des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a proposé lors de la réunion de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE.

Les trois éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs ont contribué au maintien d'une politique monétaire inchangée lors de cette réunion. Par rapport aux anticipations précédentes, l'inflation totale projetée devrait désormais être nettement moins élevée en 2024, pour revenir à sa cible à mi-2025 et s'inscrire au-dessous de 2 % au cours des trimestres suivants. La croissance ne devrait se redresser que progressivement sur la majeure partie de 2024. La tendance générale de l'inflation sous-jacente a continué de se modérer. Dans le même temps, certaines mesures clés, y compris l'inflation domestique, sont demeurées élevées, mais les perspectives projetées relatives à la hausse des salaires et aux marges unitaires restent encore à confirmer. Le troisième critère, à savoir la forte transmission en cours de la politique monétaire, a été confirmé, avec toutefois des signes de stabilisation en raison de l'anticipation de futures baisses des taux.

Sur la base de ces trois critères, les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, s'ils sont maintenus pendant une période suffisamment longue, contribueront fortement à la réalisation de l'objectif de la BCE de ramener l'inflation au plus tôt à sa cible de moyen terme. Cela justifie le maintien d'une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette restriction, tout en garantissant que les taux d'intérêt directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire. Une évaluation générale de la trajectoire de la politique monétaire pourrait être tirée de l'évolution conjointe des perspectives d'inflation (y compris les nouvelles projections établies par les services de la BCE), de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission monétaire au cours des derniers mois. Ces évolutions devraient renforcer la confiance dans le fait que les décisions de politique monétaire déjà prises permettront d'atteindre la cible d'inflation de la BCE à moyen terme, en particulier au vu de la réduction projetée de l'écart par rapport à la cible déjà en 2024. Dans le même temps, ce n'est que lorsque le processus de désinflation sera plus avancé que la BCE pourra être suffisamment confiante dans le fait que l'inflation reviendra au plus tôt et de manière durable à sa cible.

M. Lane a également 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 programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme, 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, si la croissance du PIB mondial est restée modérée, de premiers signes d'amélioration sont apparus. Un large éventail d'indicateurs avancés suggère que la croissance mondiale s'est ralentie tout au long de 2023, reflétant la transmission de la politique monétaire restrictive à l'économie mondiale et la dissipation des effets favorables sur la consommation, tels que l'excédent d'épargne lié à la pandémie. Les indicateurs s'étant améliorés au tournant de l'année, la croissance mondiale devrait se redresser au premier trimestre 2024 après un ralentissement au dernier trimestre 2023. Le commerce mondial a également montré de premiers signes d'amélioration début 2024. Les facteurs post-pandémie ayant provoqué une période de faiblesse des échanges en 2023, par exemple en raison de la réorientation de la demande des biens vers les services, devraient s'estomper au cours de la période à venir. En ce qui concerne les grandes économies mondiales, la croissance aux États-Unis a été supérieure aux anticipations au dernier trimestre 2023 et le marché du travail a été robuste. Dans le même temps, l'économie chinoise est restée aux prises avec la faiblesse du secteur de l'immobilier résidentiel. Dans l'ensemble, il a été souligné que les perspectives économiques mondiales demeuraient incertaines.

S'agissant des matières premières énergétiques, les prix du pétrole devraient diminuer en raison de l'excédent d'offre sur le marché mondial, qui devrait persister en 2024 malgré l'annonce par les producteurs de l'OPEP+ de réductions de la production. Les prix du gaz en Europe ont continué de baisser depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la demande restant faible et les niveaux de stockage du gaz étant relativement élevés. Toutefois, il a été souligné que les prix du gaz étaient volatils. S'agissant des déterminants internationaux de la hausse des prix à la consommation, les tensions sur les prix sont limitées, malgré les tensions en mer Rouge, la demande de biens restant faible et les niveaux de stocks élevés.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil se sont accordés avec M. Lane sur le fait que l'économie est restée atone. Les consommateurs ont continué de restreindre leurs dépenses, l'investissement s'est modéré et les entreprises ont moins exporté, reflétant un affaiblissement de la demande extérieure et des pertes de compétitivité. Les enquêtes laissent toutefois entrevoir une reprise progressive au cours de l'année. À mesure que l'inflation recule et que les salaires augmentent, les revenus réels devraient rebondir et soutenir la croissance. En outre, l'effet modérateur des hausses passées des taux d'intérêt devrait s'atténuer progressivement et la demande d'exportations adressée à la zone euro devrait repartir à la hausse. Le taux de chômage

se situe à son point le plus bas depuis l'introduction de l'euro. L'emploi a enregistré une hausse de 0,3 % au quatrième trimestre 2023, de nouveau supérieure à celle de l'activité économique. Par conséquent, la production par personne a continué de diminuer. Dans le même temps, les publications de postes vacants ont diminué, et les entreprises sont moins nombreuses à faire état de limites à la production dues à des pénuries de main-d'œuvre.

Les membres du Conseil ont largement reconnu que la croissance à court terme est plus faible que prévu. L'activité économique a stagné pendant cinq trimestres consécutifs et devrait rester atone pendant encore deux trimestres. En outre, les risques ont été perçus comme orientés à la baisse, les outils mécaniques de prévision en temps réel affichant toujours des chiffres inférieurs à ceux des projections de mars pour les premier et deuxième trimestres 2024. Par conséquent, l'économie de la zone euro ne montre pas encore de signes convaincants d'amélioration, ce qui pourrait impliquer six trimestres de stagnation économique. Dans les différents secteurs, l'industrie manufacturière et la construction ne présentent aucune indication de reprise, tandis que la consommation privée, l'investissement et la demande extérieure sont restés globalement faibles tout au long de l'année 2023.

Dans le même temps, il a été souligné que les données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs ont confirmé que l'économie de la zone euro a atteint un plancher, soutenue par la reprise de la demande extérieure ainsi que par la poursuite d'une croissance solide aux États-Unis et, récemment, par des nouvelles plus positives concernant la Chine. Les indices PMI les plus récents pour la zone euro sont plus élevés que prévu, les services revenant en territoire expansionniste, tandis que le secteur manufacturier reste faible mais se situe nettement au-dessus du point bas enregistré l'été dernier. Les nouvelles commandes ont également augmenté de façon régulière dans le secteur manufacturier et le secteur des services depuis novembre.

Les membres du Conseil ont exprimé un large accord avec les dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE. Il a été souligné que les projections de mars faisaient état de la cinquième révision consécutive à la baisse de la croissance et de la deuxième révision à la baisse de l'inflation pour 2024, avec également une révision à la baisse de l'inflation pour 2025. Les projections macroéconomiques convergent à présent globalement avec les prévisions de *Consensus Economics*, tant pour 2024 que pour 2025.

Dans le même temps, il a été noté que les projections relatives à la croissance et à l'inflation, ainsi que les évolutions du crédit, font état de perspectives favorables, dans lesquelles un atterrissage brutal et une contraction du crédit seraient évités. Dans l'ensemble, les projections macroéconomiques dressent un tableau encourageant, la perspective de ramener l'inflation à la cible étant bien engagée. Les révisions deviennent plus limitées, justifiant d'avoir davantage confiance dans les projections de référence, même si les risques pesant sur les perspectives de croissance

demeurent orientés à la baisse, au moins à court terme. En outre, les contributions des facteurs conjoncturels et structurels à la croissance et au potentiel à plus long terme ont été difficiles à distinguer en temps réel.

L'augmentation des revenus réels, la hausse de la consommation publique, l'amélioration des termes de l'échange et le fait que la politique monétaire devienne moins restrictive, constituent les principaux moteurs de la reprise attendue. La consommation privée devrait se redresser une fois que le revenu réel des ménages commencera progressivement à s'améliorer, soutenant une reprise concomitante de l'investissement des entreprises. Dans ce contexte, il sera important que le redémarrage de l'investissement soit conforme aux nécessités des transformations numérique et verte, ce qui, à terme, réduira également les risques pour la stabilité des prix à moyen terme et bénéficiera à la politique monétaire en renforçant la robustesse du volet offre de l'économie.

De plus, la politique budgétaire est considérée comme un déterminant essentiel de la croissance économique sur l'horizon de projection, en termes tant de consommation publique que d'investissement public, notamment dans le cadre du programme *Next Generation EU* (NGEU). La publication des chiffres définitifs du déficit pour 2023 dans les prochaines semaines devrait permettre une évaluation plus claire de l'orientation de la politique budgétaire. Plusieurs pays enregistrent des déficits excessivement élevés, ce qui pourrait finir par poser des problèmes. Toutefois, il a été mentionné que dans certains pays, les déséquilibres budgétaires résultent dans une large mesure d'une insuffisance des recettes fiscales, reflétant la faiblesse de l'économie, plutôt que de dépassements des dépenses.

Il a été réaffirmé que les pouvoirs publics doivent continuer de retirer les mesures de soutien liées à l'énergie pour permettre au processus de désinflation de se poursuivre durablement. Les politiques budgétaires et structurelles doivent être renforcées afin d'améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie de la zone euro, d'accroître la capacité d'offre et de réduire progressivement les ratios élevés de dette publique. Une mise en œuvre plus rapide du programme NGEU et des efforts plus déterminés pour lever les obstacles nationaux à une intégration plus large et plus profonde du secteur bancaire et des marchés de capitaux pourraient contribuer à favoriser les investissements dans les transitions écologique et numérique et à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. Le cadre de gouvernance économique révisé de l'UE doit être mis en place sans délai.

S'agissant du marché du travail, il a été largement souligné qu'une compréhension approfondie de son fonctionnement demeure essentielle pour évaluer les perspectives en matière de salaires et d'inflation. Cela est valable non seulement pour la dynamique des salaires, mais également pour la productivité du travail. Il a été souligné que la part des entreprises citant les pénuries de main-d'œuvre comme une contrainte pesant sur la production est restée élevée, tout en s'inscrivant en baisse, signe d'une diminution des tensions sur le marché du travail. Toutefois, les entreprises continuent de

maintenir des sureffectifs, ce qui peut être interprété comme un signe qu'elles tentent d'éviter des pénuries à l'avenir. Les sureffectifs leur permettraient de faire face à une future reprise de la demande à l'aide de la main-d'œuvre déjà en place, avec des conséquences positives sur la productivité du travail.

De plus, il a été remarqué que la transmission de la politique monétaire reste forte, une part significative des récentes révisions à la baisse des perspectives de croissance semblant résulter du fait que la politique monétaire a un effet plus puissant que prévu sur la croissance. Pour l'avenir, l'amélioration prévue de l'activité économique repose également sur des baisses des taux telles qu'elles sont intégrées dans les hypothèses relatives aux taux de marché qui sous-tendent les projections.

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 majeures 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 l'inflation se ralentit plus rapidement qu'attendu et si la hausse des revenus réels se traduit par une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

Il a été souligné que deux scénarios pourraient se dérouler si les risques à la baisse pesant sur l'activité économique se matérialisent. Dans le premier scénario possible, l'atonie de la demande entraînerait un ralentissement de la croissance des profits et des salaires et l'inflation serait freinée. Dans l'autre scénario baissier, toutefois, la reprise prévue de la productivité ne se matérialiserait pas. Compte tenu de la vigueur actuelle des évolutions de salaire, un affaiblissement de la croissance économique pourrait se traduire par une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, contribuant aux tensions à la hausse sur les prix intérieurs et ralentissant le processus de désinflation.

En ce qui concerne l'évolution des prix, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction et se sont félicités du recul récent de l'inflation, reflétant un processus désinflationniste plus rapide qu'attendu. Cette évolution résulte en partie de la dissipation des chocs d'offre passés, mais constitue également un signe que la politique monétaire fonctionne. Au cours de l'année écoulée, l'inflation totale et l'inflation *core* ont toutes deux diminué de plusieurs points de pourcentage, et même la hausse des prix des services s'est ralentie au cours des six derniers mois. Les dernières projections établies par les services de la BCE suggèrent que l'inflation atteindra déjà, au moins temporairement, un point bas proche de la cible au second semestre 2024,

soit beaucoup plus tôt que prévu précédemment. Sur cette base, il a été mentionné que le processus de désinflation progresse de manière satisfaisante.

Dans le même temps, il a été mentionné que le processus désinflationniste demeure irrégulier et fragile, et qu'un retour au plus tôt et durable à la cible comme prévu dans les projections continue de reposer sur une orientation suffisamment restrictive de la politique monétaire. Le *momentum* de l'inflation, mesuré par le taux en glissement sur trois mois annualisé s'est nettement accéléré pour toutes les composantes de l'IPCH à l'exception des produits alimentaires. Ce résultat est conforme aux derniers indices des directeurs d'achat (PMI), qui montrent que la part des entreprises de services indiquant une hausse des prix de vente a augmenté de manière régulière depuis novembre, ce qui fait peser des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation, en particulier pour l'inflation *core*. Un risque à la hausse important est associé aux prix de l'énergie, qui ont sensiblement baissé récemment. S'agissant des prix du gaz, en particulier, les risques ont été nettement orientés à la hausse, comme le montrent les distributions tirées des options. Il est important de garder à l'esprit que les hypothèses erronées relatives aux prix de l'énergie se répercuteront à terme sur toutes les composantes de l'inflation, soit par le biais des prix des intrants, soit indirectement, par les salaires. Cela signifie que les perspectives d'inflation favorables figurant dans les dernières projections dépendent très fortement des hypothèses favorables relatives aux prix de l'énergie. En outre, la combinaison des phénomènes El Niño et La Niña, conjuguée à l'impact du réchauffement et du changement climatiques, génère des risques à la hausse pour les prix des produits alimentaires. Il a été ajouté que les chiffres en glissement mensuel montrent que l'inflation *core* s'est de nouveau inscrite en hausse au cours des derniers mois, ce qui invite à rester prudent s'agissant des perspectives d'inflation.

La hausse des prix des services, qui s'est inscrite à 3,9 % selon le chiffre le plus récent, a très peu évolué par rapport au taux de 4 % enregistré pour novembre, ce qui conforte encore le tableau d'une persistance pour cette composante de l'inflation lors du « dernier kilomètre ». En janvier, environ 90 % du panier de consommation de services affichait toujours une croissance annuelle supérieure à 2 %. S'agissant de l'inflation dans les services, le retournement s'est amorcé tardivement, à partir de juillet 2023 seulement, et elle n'a cédé que 1,7 point de pourcentage sur les 4 points de pourcentage de hausse observés depuis le début de la pandémie. Compte tenu du poids important et croissant des services dans la valeur ajoutée de la zone euro, cette rigidité a fortement limité le processus de désinflation global. Dans le même temps, la transmission de la politique monétaire à la hausse des prix des services pourrait être plus faible et plus lente que dans le secteur manufacturier, les services ayant tendance à être moins intensifs en capital et donc moins exposés aux évolutions des conditions de financement externe. Dans l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises en octobre 2023, les entreprises de services ont indiqué que les conditions de financement n'ont eu, et n'auront, pratiquement aucun impact sur leur activité passée, ou future, ce qui reflète en partie leurs

importants coussins de liquidités. De plus, une exposition moins importante à la concurrence internationale signifie que les entreprises de services sont soumises à moins de pression pour absorber la hausse des coûts en réduisant leurs marges. Globalement, ces données sont cohérentes avec l'idée selon laquelle la transmission de la politique monétaire à la hausse des prix des services agit principalement de manière indirecte, par le biais de l'effet de cette politique sur les anticipations d'inflation et les salaires, ainsi que par le biais d'un ralentissement général de la demande agrégée. En outre, la réorientation de la consommation vers les services au détriment des biens et la résilience du marché du travail pourraient même avoir affaibli ce canal de transmission indirect. Tous ces éléments plaident en faveur de la persévérance dans le maintien d'une politique monétaire suffisamment restrictive. Si les progrès en matière d'inflation ont en effet été encourageants, le chiffre de février constitue un signal d'alerte indiquant que le dernier kilomètre sera probablement plus incertain, plus lent et plus irrégulier.

Dans le même temps, il a été rappelé que l'inflation a toujours été plus persistante dans les services. Même si elle est restée obstinément élevée au cours des quatre derniers mois, cette situation était attendue et a déjà été intégrée dans les projections. En outre, en raison d'une croissance plus faible de la productivité dans le secteur des services, l'inflation dans les services est traditionnellement plus élevée, en moyenne, que le taux d'inflation global. Si le taux de croissance annuel de l'inflation dans les services est resté trop élevé en février, son *momentum* est orienté à la baisse depuis avril 2023 et s'est établi à un niveau proche de 2 % en janvier 2024, en dépit d'un rebond en février, à 3,1 %. Dans ce contexte, il a également été mentionné qu'entre novembre et janvier, l'inflation dans le secteur des services a été poussée à la hausse par les évolutions dans les transports, les services d'assurance et les voyages organisés. Ces composantes ne sont pas classées comme sensibles aux salaires. Plus généralement, il a été avancé que les composantes sensibles aux salaires n'ont pas exercé de pression à la hausse particulière sur la hausse des prix des services depuis juin dernier. La hausse des prix des services a été principalement plus élevée que celle des biens en raison de la réorientation de la demande des biens vers les services après la pandémie, et par conséquent, elle a commencé à s'accélérer plus tardivement, a atteint un pic plus tardif et a commencé à se ralentir plus tardivement. Il a été souligné que l'inflation dans les services a également été plus élevée que lors d'un épisode de désinflation normal, les salaires ayant réagi plus lentement au choc d'offre provenant des prix de l'énergie. Compte tenu de l'écart de niveau de prix entre les biens et les services, il n'apparaît pas clairement à l'heure actuelle si les prix des services convergeront vers les prix des biens ou si l'inverse se produira.

S'agissant des évolutions des profits et des salaires, les membres ont rappelé que les informations sur le lien entre les salaires, les profits et la productivité restent un élément clé pour renforcer la confiance autour des perspectives d'inflation. Plusieurs interrogations subsistaient concernant les trois éléments de ce lien, il a donc été nécessaire de disposer de davantage de données avant de conclure

que l'inflation avait durablement passé un cap. Les projections de mars 2024 établies par les services de la BCE prévoient une baisse importante de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui ont été révisés à la baisse pour 2025 et 2026 par rapport aux projections de décembre 2023. Mais il n'existe encore aucun signe convaincant indiquant que la croissance des salaires nominaux a diminué comme prévu et, en particulier, que les entreprises ont absorbé les coûts unitaires de main-d'œuvre plus élevés via leurs profits. Par rapport aux projections de décembre établies par les services de la BCE, les révisions impliquent des contributions considérablement plus importantes des profits unitaires à l'inflation domestique que ce qui était prévu et le déflateur du PIB est resté jusqu'ici obstinément supérieur à 5 %. Même si les données les plus récentes sur les profits en 2023 ont été encourageantes, il conviendrait qu'une absorption beaucoup plus importante des coûts de main d'œuvre plus élevés par la réduction des marges bénéficiaires se matérialise au cours de 2024.

En outre, les projections envisagent une reprise régulière de la croissance de la productivité sur l'horizon de projection. Cela pourrait ne pas se matérialiser si le ralentissement observé de la croissance de la productivité résultait non seulement de facteurs conjoncturels tels que le maintien de sureffectifs, mais également de facteurs tels qu'un changement de la composition de la population active, une hausse structurelle des congés maladie ou une réorientation de l'emploi vers le secteur des services, ce qui pourrait rendre le ralentissement de la productivité plus persistant. Plus généralement, une part importante de la faiblesse actuelle du secteur manufacturier est probablement de nature structurelle, ce qui aurait des implications différentes pour l'évolution de l'inflation, en particulier parce que les précédentes révisions à la baisse de la croissance de la production potentielle pourraient s'avérer insuffisantes. Dans le même temps, il a été mentionné que la productivité du travail est procyclique dans la zone euro, de sorte que lorsque l'activité économique est modérée, la faiblesse des évolutions de la productivité pourrait également être interprétée comme le signe d'un resserrement excessif de la politique monétaire.

Les informations disponibles sur les salaires dans de nombreux pays ont suggéré que les évolutions des salaires ont continué de faire l'objet d'une attention particulière. Même si les données pour l'ensemble de la zone euro relatives à la rémunération par tête pour le quatrième trimestre 2023 n'étaient pas encore disponibles, des informations ont déjà été reçues pour 15 pays de la zone euro. Ces informations suggéraient que la croissance des salaires s'est nettement ralentie au quatrième trimestre de l'année dernière. S'agissant du déflateur du PIB, les chiffres de l'inflation totale pour le quatrième trimestre ont déjà été publiés pour certains pays et intégrés dans les projections de mars établies par les services de la BCE. Les chiffres disponibles concernant la croissance des salaires pour le premier trimestre 2024 tirés de l'outil de suivi des salaires d'*Indeed* fondé sur les offres d'emploi, pourraient être considérés comme un indicateur avancé des salaires négociés. Ces chiffres ont suggéré que les hausses des salaires négociés pourraient encore se ralentir. En particulier par rapport aux perspectives d'inflation contenues dans les projections de septembre 2023, les surprises

à la baisse en matière d'inflation qui ont suivi ont diminué le besoin de rattrapage de l'inflation passée par les salaires nominaux.

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. Sinon, les entreprises pourraient répercuter de plus en plus la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre en augmentant les prix. En 2022, le niveau des profits a été anormalement élevé, suggérant qu'il y a suffisamment de marge de manœuvre pour comprimer les marges et que les profits seraient probablement affectés par la faible demande.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note des évaluations réalisées par Mme Schnabel et M. Lane relatives aux dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont nettement diminué et sont restées globalement ancrées à 2 %.

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 perturber les échanges mondiaux. 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.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé les évaluations présentées par M. Lane et Mme Schnabel dans leurs introductions. Les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs. Ils ont convergé vers les opinions des analystes et intègrent désormais qu'il devrait y avoir trois réductions de taux d'intérêts en moins en 2024, avec une probabilité de 85 % que la première réduction de taux intervienne en juin. Il a été avancé que cette revalorisation reflète une reconnaissance du fait que la désinflation sera plus lente et moins certaine qu'anticipé auparavant. De plus, des effets de contagion provenant de la hausse des taux d'intérêt de marché aux États-Unis ont également été mentionnés. Les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt futurs ont été jugées globalement conformes aux fondamentaux macroéconomiques, y compris les perspectives d'inflation et les hypothèses concernant les taux d'intérêt telles qu'intégrées dans les dernières projections établies par les services de la BCE.

Les marchés financiers ont continué de bien fonctionner mais pourraient sous-estimer le risque de certaines catégories d'actifs. Les *spreads* sur les obligations d'entreprises à haut rendement dans la

zone euro se sont réduits à des niveaux qui n'avaient pas été observés pendant les 15 dernières années mais pourraient s'élargir si les défauts augmentaient. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont également continué de se réduire mais pourraient augmenter en raison de risques budgétaires. Les marchés boursiers se sont montrés dynamiques, en particulier aux États-Unis. Dans le même temps, le taux de change de l'euro a peu évolué, à la fois par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux.

Les membres du Conseil sont convenus que la politique monétaire restrictive de la BCE s'est transmise vigoureusement aux conditions de financement au sens large des entreprises et des ménages et que ces conditions sont restées restrictives. La remarque a été faite qu'une baisse de l'offre de liquidité a également contribué au resserrement de la politique monétaire, en raison des réductions en cours et prospectives du programme d'achat d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et du portefeuille du PEPP, ainsi que de l'arrivée à échéance des opérations de refinancement à plus long terme ciblées. Les taux des prêts aux entreprises se sont largement stabilisés et les taux hypothécaires ont diminué en décembre et en janvier. Cela a contribué à un léger assouplissement des conditions de financement mais les taux débiteurs sont restés élevés en termes historiques. En outre, la poursuite de la réévaluation de l'encours de prêts a également contribué à une forte transmission des précédentes hausses des taux. Les banques, dont les coûts de financement sont élevés, ont durci les critères d'octroi des prêts et de plus en plus favorisé les actifs plus sûrs, le niveau de risque des emprunteurs ayant augmenté. Cela a eu des implications négatives sur l'offre de crédit. Il a également été avancé que, les nouveaux prêts étant moins risqués, leur coûts corrigés du risque ont en réalité encore augmenté.

Des signes indiquent que la croissance annuelle des prêts bancaires aux entreprises s'est stabilisée à des niveaux bas, en dépit d'une certaine volatilité des flux mensuels au tournant de l'année. Dans le même temps, la croissance des prêts aux ménages a continué de s'affaiblir en rythme annuel. La monnaie au sens large, mesurée par M3, a crû à un rythme annuel modéré, le *momentum* mesuré par le taux de croissance annualisé sur trois mois ayant rebondi légèrement depuis mi-2023. Il a également été avancé que l'impact du resserrement du crédit a été plus important que prévu, en particulier pour les prêts hypothécaires. De plus, les perspectives de crédit sont restées modérées, en raison de l'impact significatif des taux d'intérêt élevés et du caractère restrictif des critères d'octroi des prêts sur l'horizon de projection. Une certaine prudence a été exprimée quant au fait d'avancer qu'un point de retournement de la croissance des prêts a été atteint. L'attention a été attirée sur les analyses suggérant que le ratio des prêts bancaires aux entreprises rapportés au PIB devrait diminuer à des niveaux historiquement bas pour s'inscrire au-dessous de 35 % au cours des prochains trimestres. Dans le même temps, il a été affirmé que les projections établies par les services de la BCE n'ont pas entraîné de contraction du crédit. En outre, la dynamique du crédit semble encore suggérer un atterrissage en douceur, compte tenu des éléments de plus en plus nombreux indiquant

que la croissance des prêts a atteint un point bas. De plus, la baisse des coûts de financement des banques devrait également soutenir une légère baisse des taux débiteurs sur les nouveaux prêts. Dans ce contexte, il a été avancé que le pic de la transmission de la politique monétaire aux volumes de prêts bancaires pourrait avoir été atteint.

Certaines préoccupations ont été exprimées quant à l'émergence de risques pesant sur la stabilité financière, compte tenu de signes de difficultés financières des ménages à faibles revenus. La proportion d'emprunteurs hypothécaires ayant des difficultés de remboursement a augmenté rapidement pour atteindre des points hauts historiques, qui pourraient probablement persister sur une période prolongée. Les risques auxquels font face les sociétés non financières et les risques provenant du secteur de l'immobilier commercial ont également été mis en évidence. Dans ce contexte, les prêts non performants et les prêts sous-performants ont augmenté, ce qui pourrait rendre plus difficile l'accès des sociétés non financières au crédit bancaire. La réduction des *spreads* sur les obligations à haut rendement constitue actuellement un facteur d'atténuation mais s'ils devaient augmenter en raison de la hausse des taux de défaut, l'accès des sociétés non financières au financement par endettement pourrait en pâtir. Dans le même temps, les prix des actions bancaires sont restés élevés dans l'ensemble, suggérant que les risques sur la qualité des actifs demeurent contenus.

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 de politique monétaire, conformément aux trois principaux éléments définis par le Conseil des gouverneurs en 2023 comme déterminants pour sa fonction de réaction. Ceux-ci 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. Globalement, des progrès ont été réalisés sur ces trois éléments, ce qui renforce la confiance dans le fait que l'inflation est en bonne voie pour revenir au plus tôt et de manière durable à la cible de la BCE. Toutefois, le Conseil des gouverneurs a besoin de davantage de données et d'éléments empiriques pour être suffisamment confiant à cet égard.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation a globalement continué de se ralentir vers la cible de 2 %, comme anticipé, et ces progrès semblent encourageants. Le fait qu'elle ait été légèrement plus élevée qu'attendu en février ne modifie pas ce tableau général. Il a néanmoins été avancé que la hausse associée du *momentum* pour toutes les composantes de l'IPCH hors produits alimentaires, mesuré par le taux en glissement trimestriel annualisé de l'inflation, est un avertissement. Un processus de désinflation plus incertain, plus lent et plus irrégulier pourrait nous

attendre. Toutefois, l'inflation devrait poursuivre sa tendance baissière au cours des prochains mois, les projections à court terme ayant été revues à la baisse par rapport aux projections de décembre, et continuer de se modérer en 2024. Un profil irrégulier et un point bas sont attendus après l'été, en raison d'effets de base. Au-delà, l'inflation semble en bonne voie pour revenir à la cible de 2 %, en raison de la modération des coûts de main-d'œuvre et de la dissipation des effets des chocs sur l'énergie, des goulets d'étranglement et de la réouverture de l'économie à la suite de la pandémie. Les dernières projections macroéconomiques tablent sur un retour de l'inflation à la cible – ou à un niveau légèrement inférieur à celle-ci – à moyen terme, et plus tôt qu'anticipé auparavant, notamment par rapport aux projections de septembre 2023.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont continué de baisser depuis la dernière réunion de politique monétaire, en raison de l'atténuation des effets indirects de la baisse des prix de l'énergie, de la dissipation de l'incidence des chocs d'offre et du frein exercé par le resserrement de la politique monétaire sur la demande. Les projections pour l'inflation *core* ont également été revues à la baisse. Elle devrait désormais revenir à 2 % en 2026. Néanmoins, les tensions intérieures sur les prix restent fortes, dans un contexte de croissance robuste des salaires, de baisse de la productivité du travail et de rigidité de la hausse des prix des services. Il reste à voir si les coûts unitaires de main-d'œuvre diminueront conformément aux projections, qui s'appuient sur une reprise de la croissance de la productivité combinée à un ralentissement de la croissance des salaires. De nouvelles incertitudes entourent à la fois la poursuite attendue de la baisse de la contribution des profits unitaires au déflateur du PIB ainsi que le degré d'absorption par les entreprises des coûts de main-d'œuvre plus élevés (plutôt que de les répercuter sur les consommateurs). Les membres notent également que sur l'ensemble de l'horizon de projection, les projections de mars établies par les services de la BCE pour l'inflation *core* se situaient dans la partie inférieure de la fourchette des autres prévisions. L'incertitude continue concernant les effets du lien entre salaires, profits et productivité sur l'inflation intérieure a rappelé la nécessité de faire preuve de prudence et de disposer de plus de données indiquant la poursuite du ralentissement de l'inflation *core*. Dans le même temps, certains signes indiquent que la croissance des salaires commence à se modérer. De plus, les profits absorbent une partie de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre, ce qui réduit leurs effets inflationnistes. La hausse des prix des services pourrait, en outre, s'avérer plus persistante et être en décalage par rapport à d'autres composantes de l'inflation.

Enfin, les membres du Conseil ont globalement admis que la transmission de la politique monétaire est satisfaisante, l'incertitude entourant la force de cette transmission étant moins grande que lorsque les taux d'intérêt étaient encore en train d'augmenter. La politique monétaire se transmet vigoureusement aux marchés financiers, aux conditions de financement et de crédit et à la demande agrégée. Cela contribue au ralentissement de l'inflation mais pèse également sur la croissance,

peut-être plus fortement qu'attendu et avec des effets mesurables sur les petites et jeunes entreprises. Il a été rappelé qu'une part significative de la transmission de la politique monétaire ne s'est pas encore concrétisée, l'incidence du resserrement passé de la politique monétaire devant encore se transmettre aux conditions de financement des banques et de l'économie au sens large, aux volumes de crédit et à l'économie réelle au cours des prochains trimestres. De plus, un certain durcissement des conditions de financement devrait être observé en 2024 face à la contraction du bilan de l'Eurosystème. Dans le même temps, il a été affirmé que l'impulsion de resserrement de la politique monétaire se dissipe progressivement. Il a été avancé que les conditions financières et de financement (et par conséquent, l'orientation effective de la politique monétaire) se sont déjà assouplies et pourraient continuer en ce sens, avec la réévaluation par les marchés de leurs prévisions de taux. De plus, la transmission a été vue comme plus faible et plus lente pour la hausse des prix des services, qui a eu tendance à absorber moins de capital et donc à moins dépendre de financements extérieurs.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont fait part de leur confiance accrue dans le fait que l'inflation est en bonne voie pour revenir au plus tôt et de manière durable à la cible d'inflation de 2 %. Toutefois, patience et prudence restent de rigueur, le Conseil des gouverneurs ayant besoin de davantage d'éléments probants et de données pour être suffisamment confiant dans le fait que sa mission a été accomplie. Il est donc important de ne pas relâcher la vigilance, le processus de désinflation restant fragile et conditionné par un certain nombre d'hypothèses favorables sur les salaires, les profits et la productivité. Par ailleurs, un retour sans heurt et durable de l'inflation vers la cible, tel que suggéré par les projections, suppose également que l'orientation de politique monétaire reste suffisamment restrictive aussi longtemps que nécessaire. Dans le même temps, l'impression est largement partagée que, même si des risques pèsent clairement sur les perspectives économiques, la politique monétaire est efficace et le processus de désinflation demeure solide et robuste. Il a été admis que les risques d'une inflation supérieure ou inférieure à la cible d'inflation symétrique de la BCE à moyen terme sont globalement équilibrés ou s'équilibrent progressivement.

Décisions de politique monétaire et communication

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. Ils se sont accordés sur le fait qu'il serait prématuré d'envisager des baisses de taux lors de la présente réunion. En revanche, il a été affirmé qu'il était important d'être plus avancé dans le processus de désinflation et d'accumuler davantage d'éléments probants pour que le Conseil des gouverneurs soit suffisamment confiant dans le retour au plus tôt et durable de l'inflation à la cible. 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, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à ramener au plus tôt l'inflation à la cible de 2 % à moyen terme. Les futures décisions pourront garantir la fixation des taux d'intérêt directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire.

Les membres du Conseil ont insisté sur la nécessité de maintenir une approche s'appuyant sur les données et sur les éléments de sa fonction de réaction précédemment communiqués. S'il est prudent d'attendre de nouvelles données, les arguments en faveur d'une baisse des taux se renforcent. Ils se fondent sur les dernières projections des services de la BCE, les progrès réalisés sur les trois critères définis par le Conseil des gouverneurs en 2023, des erreurs de projection plus limitées et une évaluation des risques plus équilibrée, avec une date de première baisse des taux se profilant plus clairement. Il a également été rappelé que l'objectif et la mission de la BCE sont le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro, même si les effets de ses autres grands domaines d'action sont naturellement pris en compte.

Les membres du Conseil ont souligné qu'en plus des nouvelles projections macroéconomiques, le Conseil des gouverneurs disposerait de beaucoup plus de données et d'informations lors de la réunion de juin, en particulier concernant la dynamique des salaires. En revanche, les nouvelles informations disponibles pour la réunion d'avril seront bien plus limitées, de sorte qu'il lui sera difficile d'être suffisamment confiant quant à la durabilité du processus de désinflation. Des questions subsistent à ce sujet, notamment s'agissant de la hausse des prix des services et de l'inflation intérieure, en raison des perspectives incertaines pour la progression des salaires, la croissance de la productivité et les marges bénéficiaires. Afin de renforcer la confiance dans un retour durable de l'inflation vers la cible de la BCE, les données attendues doivent confirmer que les principales hypothèses et prédictions relatives à ces indicateurs dans les projections de mars établies par les services de la BCE se vérifient.

Les membres du Conseil ont également accepté la proposition de M. Lane de continuer à faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements de titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, conformément à la proposition du directoire présentée par Mme Schnabel dans son introduction.

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 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 7 mars 2024](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 6-7 mars 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
- M. Panetta
- M. Reinesch
- M. Rehn*
- Mme Schnabel
- M. Scicluna
- M. Šimkus

- M. Stournaras
- M. Vasle*
- M. Villeroy de Galhau
- M. Vujčić
- M. Wunsch*

* Membres ne disposant pas de droit de vote en mars 2024 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- 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

Personnes accompagnantes

- Mme Bénassy-Quéré
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Haber
- M. Horváth
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Lünemann
- M. Madouros
- Mme Mauderer
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Sleijpen
- M. Šošić

- M. Tavlás
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 10 mai 2024.