

Réunion des 11 et 12 septembre 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 11 et le jeudi 12 septembre 2024

10 octobre 2024

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a indiqué que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 17 et 18 juillet 2024, des périodes répétées de volatilité élevée sur les marchés ont été observées, les préoccupations relatives à la croissance étant devenues le principal sujet évoqué par les marchés. La volatilité sur les marchés des actifs risqués a laissé une empreinte plus persistante sur les marchés financiers au sens plus large, associée à un déplacement des anticipations relatives à la trajectoire de politique monétaire du Système fédéral de réserve.

La réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire américaine s'est répercutée sur les anticipations relatives aux taux de la zone euro, soutenue par des données économiques un peu plus faibles et une baisse notable de l'inflation totale dans la zone euro. Les marchés des *swaps* au jour le jour (OIS) intègrent actuellement dans leurs prix un cycle de réduction des taux plus prononcé et plus précoce qu'anticipé au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les anticipations tirées d'enquêtes n'ont pratiquement pas varié par rapport à juillet.

La volatilité sur les marchés boursiers américains a atteint des niveaux inédits depuis octobre 2020, à la suite du rapport sur l'emploi salarié non agricole américain d'août et du dénouement des opérations de portage (*carry trades*) sur le yen. De même, la volatilité implicite des marchés boursiers de la zone euro et l'indicateur composite de tensions systémiques (*Composite Indicator of Systemic Stress*) ont

atteint un pic. Toutefois, les turbulences se sont révélées de courte durée et les indicateurs relatifs à la volatilité et aux tensions systémiques ont rapidement baissé.

Les fortes fluctuations de l'aversion pour le risque chez les investisseurs mondiaux se sont reflétées dans les prix des actions, les perspectives de croissance plus faibles étant également perceptibles dans les performances sectorielles des marchés boursiers mondiaux. Dans la zone euro comme aux États-Unis, les secteurs défensifs ont récemment enregistré des performances supérieures aux secteurs cycliques, ce qui suggère que les investisseurs en actions se positionnent en prévision d'une croissance économique plus faible.

Deux facteurs sont susceptibles d'avoir amplifié la dynamique des marchés boursiers. Le premier tient au fait que la sensibilité des prix des actions américaines aux chocs macroéconomiques américains peut dépendre des valorisations existantes. Le second est le rôle plus important des instruments de marché spéculatifs, notamment les fonds actions à volatilité courte (*short volatility equity funds*).

La réévaluation prononcée de la trajectoire attendue de la politique monétaire américaine s'est répercutée sur les anticipations de taux dans les principales économies avancées, notamment la zone euro. La courbe à terme des taux OIS dans la zone euro s'est déplacée nettement vers le bas par rapport aux anticipations constatées au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet. Contrairement aux anticipations de marché, les enquêtes se sont révélées beaucoup plus stables. Les anticipations déclarées dans l'enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) la plus récente sont inchangées par rapport à la campagne précédente et indiquent une trajectoire de taux plus progressive.

La dynamique des anticipations de taux directeurs extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes au cours de l'année – comme l'illustrent les réductions de taux totales attendues d'ici fin 2024 et fin 2025 sur les marchés et dans l'enquête SMA – montre que la volatilité plus élevée dans les anticipations de marchés que dans les enquêtes constitue une caractéristique largement répandue. Depuis début 2024, les anticipations extraites des instruments de marché oscillent autour des anticipations stables tirées de l'enquête SMA. Les principaux déterminants des marchés de taux d'intérêt entre les deux réunions et pendant la majeure partie de 2024 ont en fait été des facteurs américains plutôt que des facteurs intérieurs de la zone euro, ce qui pourrait en partie expliquer la sensibilité plus modérée des anticipations des analystes aux données récemment disponibles.

Dans le même temps, la divergence attendue des politiques monétaires entre la zone euro et les États-Unis a changé de signe, les marchés anticipant actuellement un cycle d'assouplissement plus prononcé pour la Réserve fédérale.

La baisse des taux nominaux américains sur l'ensemble des échéances depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs peut s'expliquer principalement par une diminution des taux réels attendus, comme le montre une ventilation des taux OIS pour les différentes échéances entre compensation de l'inflation et taux réels. En revanche, la baisse des taux nominaux dans la zone euro est largement liée à une diminution de la compensation de l'inflation.

En raison de la réévaluation par le marché des perspectives d'inflation dans la zone euro et aux États-Unis, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) à un an dans un an a baissé en parallèle de part et d'autre de l'Atlantique. Le déplacement de l'attention des investisseurs au niveau mondial des inquiétudes liées à l'inflation vers des inquiétudes relatives à la croissance a peut-être entraîné une baisse de la compensation exigée par les investisseurs pour les risques à la hausse sur l'inflation. La baisse marquée des prix de l'énergie depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet constitue un second déterminant de la compensation de l'inflation. Ces dernières années, les perspectives d'inflation à court terme du marché ont été étroitement corrélées aux prix de l'énergie.

Les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont encore oscillé autour d'anticipations tirées d'enquêtes globalement stables, comme le montre une comparaison de l'évolution depuis le début de l'année des anticipations tirées de l'enquête SMA et des anticipations de marchés pour les taux d'inflation à fin 2024 et fin 2025.

La prédominance des facteurs américains dans les récentes évolutions des marchés financiers et la divergence des anticipations de taux directeurs entre la zone euro et les États-Unis se sont également reflétées dans les évolutions des taux de change. L'euro a été davantage poussé à la hausse par rapport au dollar en raison de la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire des États-Unis et de la détérioration des perspectives macroéconomiques américaines. En termes effectifs nominaux, toutefois, l'euro s'est légèrement déprécié, l'appréciation contre le dollar américain et les autres devises ayant été plus que compensée par une dépréciation vis-à-vis du franc suisse et du yen japonais.

Les marchés des obligations souveraines se sont encore une fois montrés capables de résister à la volatilité sur les compartiments de marchés d'actifs plus risqués. Les écarts de rendement souverains à dix ans par rapport aux Bunds allemands se sont légèrement accrus après les turbulences, mais ont reculé peu de temps après. S'agissant de l'emprunt des entreprises, les coûts de refinancement de la dette des entreprises de la zone euro et des États-Unis se sont nettement atténués sur l'ensemble des catégories de notation par rapport à leur pic.

Enfin, on a observé une faible utilisation de la première opération de prêt d'une durée de trois mois se prolongeant sur la période de la nouvelle valorisation des opérations principales de refinancement. Comme annoncé en mars, l'écart par rapport au taux de la facilité de dépôt sera réduit

de 50 à 15 points de base à partir du 18 septembre 2024. De plus, les marchés n'anticipent actuellement qu'une lente hausse du recours à cette opération et aucune réaction des marchés monétaires à cet ajustement.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a commencé par examiner les évolutions de l'inflation dans la zone euro. L'inflation totale est revenue à 2,2 % en août (estimation rapide), soit 0,4 point de pourcentage de moins qu'en juin. Cela reflète essentiellement une forte baisse de la variation des prix de l'énergie, de 1,2 % en juillet à - 3,0 % en août, en raison d'effets de base baissiers. La hausse des prix des produits alimentaires s'est établie à 2,4 % en août, en légère augmentation par rapport aux 2,3 % observés en juillet. L'inflation *core*, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires, a baissé de 0,1 point de pourcentage, revenant à 2,8 % en août, le ralentissement de la hausse des prix des biens, à 0,4 %, ayant plus que compensé la hausse de l'inflation dans le secteur des services, à 4,2 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement inchangées en juillet. Toutefois, sous l'effet de salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Mais les tensions sur les coûts de la main-d'œuvre s'atténuent, et la baisse des bénéfices amortit en partie l'incidence de la hausse des salaires sur l'inflation. La croissance de la rémunération par tête s'est encore modérée, à 4,3 % au deuxième trimestre 2024. Et malgré la faiblesse de la productivité, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté moins fortement, de 4,6 %, contre 5,2 % au premier trimestre. La variation annuelle des bénéfices unitaires a continué de baisser, revenant à - 0,6 %, contre - 0,2 % au premier trimestre et + 2,5 % au dernier trimestre 2023. Étant donné le rôle important des paiements exceptionnels dans certains pays et le caractère progressif de l'ajustement des salaires, la croissance des salaires négociés restera élevée et volatile pendant le reste de l'année. L'outil prospectif de suivi des salaires indique également que la croissance des salaires serait forte à court terme, mais modérée en 2025.

L'inflation totale devrait à nouveau s'accélérer en fin d'année, notamment parce que de précédentes baisses des prix de l'énergie sortiront du calcul des taux annuels. Selon les dernières projections établies par les services de la BCE, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,5 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 1,9 % en 2026, atteignant notamment 2,0 % au cours du second semestre de l'année prochaine. Par rapport aux projections de juin, le profil d'évolution de l'inflation totale reste inchangé. Les projections d'inflation, prenant en compte les coûts des logements occupés par leur propriétaire, ont constitué un recoupement utile. Toutefois, dans les projections de septembre, elles n'ont pas impliqué de différence considérable, la hausse des loyers et de l'indice du coût des

logements occupés par leur propriétaire ayant présenté un profil très comparable à celui de la projection de l'IPCH total. S'agissant de l'inflation *core*, les projections pour 2024 et 2025 ont été légèrement révisées à la hausse, en raison d'une augmentation des prix des services plus importante que prévu. Les services de la BCE continuent de tabler sur son ralentissement rapide, de 2,9 % cette année à 2,3 % en 2025 et 2,0 % en 2026. En raison d'une économie moins vigoureuse et de pressions salariales moins fortes, les projections font maintenant état d'une désinflation plus rapide courant 2025, la projection relative à l'inflation *core* au quatrième trimestre de cette année étant par conséquent revue à la baisse, de 2,2 % à 2,1 %.

S'agissant de l'économie mondiale, M. Lane a souligné que l'activité mondiale hors zone euro continuait de résister et que le commerce mondial s'était renforcé au deuxième trimestre 2024, les entreprises avançant leurs commandes en anticipation des délais de livraison pour la période de Noël. Dans le même temps, les risques à la baisse se sont accentués, les indicateurs signalant un ralentissement dans le secteur manufacturier. L'anticipation des échanges commerciaux au premier semestre de l'année signifie que la performance du commerce au second semestre pourrait se révéler plus faible.

L'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar américain (+ 1,0 %) depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, mais est resté globalement stable en termes effectifs. S'agissant des marchés de l'énergie, les prix du pétrole brut *Brent* ont baissé de 14 %, à 75 dollars le baril, depuis la réunion de juillet. Les prix du gaz naturel en Europe ont augmenté de 16 %, pour s'établir à environ 37 euros par mégawattheure en raison de préoccupations géopolitiques.

Le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre de cette année, après avoir été révisé à la baisse. Faisant suite à une hausse de 0,3 % au premier trimestre, cela est inférieur aux dernières projections établies par les services de la BCE pour le PIB en volume. Il est important de ne pas surestimer le ralentissement observé au deuxième trimestre 2024. Il se révèle moins prononcé lorsque l'on exclut une petite économie de la zone euro dotée d'une contribution élevée et volatile des investissements incorporels. Toutefois, même si l'économie de la zone euro a poursuivi sa croissance, l'expansion résulte non pas de la demande intérieure privée, mais principalement des exportations nettes et des dépenses publiques. La demande intérieure privée s'est affaiblie, en raison d'un recul de la consommation des ménages, d'une baisse de l'investissement des entreprises et d'une forte diminution de l'investissement dans l'immobilier résidentiel. L'indice composite rapide des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro a augmenté, ressortant à 51,2 en août, contre 50,2 en juillet. Alors que le secteur des services a poursuivi son expansion, le secteur manufacturier, plus sensible aux taux d'intérêt, a continué de se contracter, comme au cours de la majeure partie des deux dernières années. L'indice PMI rapide relatif à l'activité dans le secteur des services pour août est ressortie en hausse, à 53,3, tandis que le PMI pour la production manufacturière a continué d'indiquer une forte contraction, à 45,7. Le tableau d'ensemble a

soulevé des inquiétudes : les évolutions étant très comparables pour l'activité et les nouvelles commandes, il n'y a pas d'éléments indiquant que le secteur manufacturier se redresserait bientôt. La confiance des consommateurs est demeurée atone et la production industrielle a continué d'être confrontée à d'importants facteurs défavorables, le secteur industriel de la première puissance économique de la zone euro, qui est fortement interconnecté, subissant un ralentissement prolongé. S'agissant du commerce, le fait que les améliorations des indices PMI relatifs aux nouvelles commandes à l'exportation pour les services et le secteur manufacturier aient encore reculé depuis un ou deux mois soulève également des inquiétudes.

Après 3,5 % en 2023, le PIB en volume mondial devrait augmenter de 3,4 % en 2024 et 2025, et de 3,3 % en 2026, d'après les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE. Par rapport aux projections de juin, la croissance du PIB en volume mondial a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour chaque année de l'horizon de projection. Même si les perspectives de l'économie mondiale se sont légèrement améliorées, on a constaté une détérioration s'agissant des prix des exportations des concurrents de la zone euro, ce qui devrait alimenter les pressions désinflationnistes dans la zone euro, en particulier en 2025.

Le marché du travail de la zone euro reste solide. Le taux de chômage est resté globalement inchangé en juillet, à 6,4 %. L'emploi a augmenté de 0,2 % au deuxième trimestre. Dans le même temps, la croissance de la population active s'est ralentie. Les indicateurs récents tirés d'enquêtes font état d'une nouvelle modération de la demande de main-d'œuvre, le taux d'emploi étant revenu de 2,9 % au premier trimestre à 2,6 % au deuxième trimestre, niveau proche de son pic d'avant la pandémie (2,4 %). Les indicateurs précoces relatifs à la dynamique du marché du travail suggèrent que celle-ci s'est de nouveau ralentie au troisième trimestre. L'indice PMI relatif à l'emploi est ressorti au niveau globalement neutre de 49,9 en août.

Selon les projections établies par les services de la BCE, la croissance de la production devrait s'établir à 0,8 % en 2024, avant de se renforcer à 1,3 % en 2025 et 1,5 % en 2026. Par rapport aux projections de juin, les perspectives de croissance ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour chaque année de l'horizon de projection. Pour 2024, la révision à la baisse a reflété des données plus faibles que prévu pour le PIB et une atonie des indicateurs à court terme relatifs à l'activité économique. Pour 2025 et 2026, les révisions à la baisse des taux de croissance annuels moyens ont résulté de contributions légèrement plus faibles des exportations nettes et de la demande intérieure.

Concernant les politiques budgétaires, le solde budgétaire de la zone euro devrait s'améliorer progressivement, quoique moins fortement qu'au cours du précédent exercice de projection, passant de - 3,6 % en 2023 à - 3,3 % en 2024, - 3,2 % en 2025 et - 3,0 % en 2026.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché sans risque ont nettement diminué depuis la dernière réunion de politique monétaire, en raison principalement d'une détérioration des perspectives de la croissance mondiale et d'une atténuation des inquiétudes liées aux pressions inflationnistes. Les tensions constatées sur les marchés mondiaux à l'été ont provoqué un durcissement temporaire des conditions financières sur les segments de marché les plus risqués. Mais dans la zone euro et ailleurs, les taux à terme ont baissé sur l'ensemble des échéances. Les conditions de financement pour les entreprises et les ménages demeurent restrictives, les hausses passées des taux directeurs continuant de se propager le long de la chaîne de transmission. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires sont restés élevés en juillet, à 5,1 % et 3,8 %, respectivement. La dynamique monétaire est restée globalement stable dans un contexte de volatilité marquée des flux mensuels, la position extérieure nette demeurant le principal moteur de la création monétaire. Le taux de croissance annuel de M3 s'est établi à 2,3 % en juillet, sans changement par rapport à juin, mais en hausse par rapport à mai (1,5 %). La croissance du crédit est restée atone dans un contexte de faible demande.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

S'agissant de l'évaluation des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a conclu que la confiance dans un retour au plus tôt de l'inflation à la cible était soutenue par la baisse de l'incertitude entourant les projections, notamment leur stabilité au cours des différents exercices de projection, et aussi par les anticipations d'inflation pour un éventail d'indicateurs qui sont restés alignés sur une convergence au plus tôt vers la cible. Les données récentes relatives aux salaires et aux bénéfices sont en ligne avec les anticipations. Le scénario de référence prévoit une reprise économique tirée par la demande qui doperait la productivité du travail, permettant aux entreprises d'absorber la croissance attendue des coûts de main-d'œuvre sans trop entamer leur rentabilité. Cela devrait amortir les tensions sur les coûts dues à la hausse des salaires, atténuant les hausses de prix. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente, notamment celles à contenu prédictif élevé pour l'inflation future, sont restées stables à des niveaux compatibles avec le retour de l'inflation à la cible de manière suffisamment rapide. Tandis qu'en raison des augmentations des salaires, l'inflation intérieure demeure élevée, le ralentissement de la croissance des salaires prévu l'année prochaine devrait fortement contribuer à la phase finale de désinflation en direction de la cible.

Sur la base de cette évaluation, il est aujourd'hui opportun de faire un nouveau pas dans la réduction du caractère restrictif de la politique monétaire. En conséquence, M. Lane a proposé d'abaisser le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base. Cette décision est robuste pour un large éventail de

scénarios. À un niveau encore clairement restrictif de 3,50 % pour le taux de la facilité de dépôt, on pourrait remédier aux chocs à la hausse sur l'inflation qui remettent en question le retour au plus tôt de l'inflation à la cible avec un rythme plus lent de réduction des taux au cours des prochains trimestres par rapport à la trajectoire des taux de référence intégrée dans les projections. Dans le même temps, par rapport au maintien du taux de la facilité de dépôt à 3,75 %, ce niveau offre également une protection plus importante contre les risques à la baisse qui pourraient conduire à un niveau inférieur à la cible plus loin sur l'horizon de projection, notamment les risques liés à un assouplissement excessivement lent du cycle de resserrement.

À l'avenir, il serait opportun d'adopter une approche progressive pour inverser le caractère restrictif de la politique monétaire si les données disponibles sont en ligne avec les projections de référence. Dans le même temps, une optionnalité devrait être conservée concernant la vitesse de l'ajustement. Dans un sens, si les données disponibles indiquent une accélération soutenue du rythme de la désinflation ou un ralentissement important de la reprise de l'économie (avec ses implications pour l'inflation à moyen terme), un rythme d'ajustement des taux plus rapide pourrait se justifier. Dans l'autre sens, si les données disponibles indiquent une désinflation plus lente que prévu ou une reprise plus rapide de l'économie, un rythme d'ajustement des taux plus lent pourrait se justifier. Ces considérations renforcent la pertinence d'une approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion qui conserve l'optionnalité et la flexibilité dans les deux sens pour les décisions futures relatives aux taux. Cela implique de réitérer a) l'engagement de maintenir les taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour permettre un retour au plus tôt de l'inflation à la cible ; b) l'accent mis sur une approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion pour définir la politique monétaire ; et c) le maintien de la fonction de réaction à trois volets, fondée sur l'évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Comme annoncé en mars, certaines modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire devaient entrer en vigueur au début de la prochaine période de constitution des réserves, le 18 septembre. L'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt serait ramené à 15 points de base. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement resterait quant à lui inchangé, à 25 points de base. Ces ajustements techniques impliquent que le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal seraient abaissés de 60 points de base la semaine suivante, à 3,65 % et 3,90 % respectivement. Compte tenu de ces évolutions, le Conseil des gouverneurs devrait souligner dans sa communication qu'il pilote l'orientation de la politique monétaire en ajustant le taux de la facilité de dépôt.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont pris note de l'évaluation présentée par M. Lane. Les données disponibles confirment que la croissance de l'activité au niveau mondial a bien résisté, même si les mauvaises surprises récentes concernant l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production manufacturière indiquent que des facteurs défavorables pourraient peser sur les perspectives à court terme. Si le secteur des services a affiché une croissance robuste, le secteur manufacturier s'est contracté. La hausse des prix des biens s'est fortement ralentie, en contraste avec la hausse persistante des prix des services. Le commerce mondial a surpris favorablement au deuxième trimestre, probablement en raison d'une anticipation de la reconstitution des stocks. Toutefois, il devrait de nouveau se ralentir au troisième trimestre, avant de se redresser et de croître en phase avec l'activité mondiale sur le reste de l'horizon de projection. La demande extérieure adressée à la zone euro a suivi une trajectoire comparable à celle du commerce mondial et a été révisée à la hausse pour 2024 (principalement en raison de la vigueur des données). Les exportations nettes ont constitué la principale composante de la demande soutenant l'activité de la zone euro au cours des deux derniers trimestres. Toutefois, pour l'avenir, la demande extérieure montre des signes de faiblesse, les commandes à l'exportation et les indices des directeurs d'achat diminuant.

Globalement, les projections de septembre ont fait état d'une légère amélioration des perspectives de croissance par rapport aux projections de juin, à la fois à l'échelle mondiale et pour les principales économies, ce qui suggère que les craintes d'un ralentissement mondial majeur pourraient être exagérées. L'activité aux États-Unis est demeurée robuste, malgré des signes de rééquilibrage sur le marché du travail. La hausse récente du chômage a été principalement due à une augmentation de la population active, sous l'effet de taux d'activité plus élevés et d'une forte immigration, plutôt qu'à un affaiblissement de la demande de main-d'œuvre ou à une augmentation des capacités excédentaires. La croissance de la Chine s'est nettement ralentie au deuxième trimestre, le ralentissement persistant sur le marché de l'immobilier continuant de freiner la demande des ménages. Les exportations sont restées le principal moteur de la croissance. La baisse des prix des exportations chinoises a mis en évidence les surcapacités persistantes dans les secteurs de la construction et de la haute technologie.

S'agissant des matières premières, les cours du pétrole ont fortement diminué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Cette baisse a reflété les informations positives du côté de l'offre, l'atténuation du sentiment à l'égard du risque et le ralentissement de

l'activité économique, en particulier en Chine. La courbe des contrats à terme suggère une tendance baissière des prix du pétrole. En revanche, les prix du gaz en Europe ont augmenté à la suite d'inquiétudes d'ordre géopolitique et de perturbations localisées de l'offre. Les prix internationaux des métaux et des matières premières alimentaires ont légèrement diminué. Les prix des produits alimentaires ont baissé en raison des conditions favorables des cultures de blé au Canada et aux États-Unis. Dans ce contexte, il a été avancé que la baisse des prix des matières premières pouvait être interprétée comme un baromètre du sentiment lié à la vigueur de l'activité mondiale.

En ce qui concerne l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane et ont reconnu que les résultats de la croissance au deuxième trimestre étaient plus faibles que prévu. Si un large consensus s'est dégagé sur les dernières projections macroéconomiques, il a été souligné que les données disponibles impliquaient une révision à la baisse des perspectives de croissance par rapport à l'exercice de projection précédent. En outre, la remarque a été faite que l'économie domestique privée avait apporté une contribution négative à la croissance du PIB pour le deuxième trimestre consécutif et qu'elle avait globalement stagné depuis mi-2022.

Il a été noté que, depuis la date d'arrêt des projections, Eurostat a révisé les données pour les derniers trimestres, avec des modifications notables de la composition de la croissance. En outre, des révisions importantes des données rétrospectives avaient déjà été effectuées dans les publications antérieures de comptes nationaux, avec des révisions à la hausse du niveau d'activité, largement prises en compte dans les projections de septembre. S'agissant de la dernière publication, les composantes de la demande pour le deuxième trimestre ont indiqué une contribution encore moins favorable de la consommation et de l'investissement et ont donc présenté un tableau plus pessimiste que les projections de septembre. L'excédent du compte courant de la zone euro suggère également que la demande intérieure est demeurée atone. Il a été fait référence à de potentielles dynamiques non linéaires défavorables résultant de la faiblesse actuelle de l'économie, par exemple des bilans plus faibles des ménages et des entreprises, ou provenant du marché du travail, de grandes entreprises ayant récemment procédé à des licenciements dans certains pays.

Il a été souligné que la reprise dans la zone euro tirée par la consommation, prévue de longue date, ne s'était jusqu'à présent pas concrétisée. Cela a soulevé la question de savoir si les projections ne s'appuyaient pas trop sur la consommation comme moteur de la reprise. Les dernières données ont montré que les ménages sont restés très prudents dans leurs dépenses. Le taux d'épargne a été élevé et a enregistré un rebond au cours des derniers trimestres malgré une épargne accumulée déjà importante, à partir d'un niveau toutefois plus bas à la suite des révisions des données rétrospectives dans les comptes nationaux. Cela pourrait suggérer que les consommateurs sont préoccupés par leurs perspectives économiques et ont peu confiance en une reprise robuste, même si cela n'est pas

pleinement en ligne avec la hausse tendancielle observée de la confiance des consommateurs. Dans ce contexte, plusieurs facteurs susceptibles d'être à l'origine de la prudence accrue des ménages ont été mentionnés. Ces facteurs incluent l'incertitude relative à la situation géopolitique, la politique budgétaire, l'impact économique du changement climatique et des politiques de transition, les évolutions démographiques ainsi que le résultat des élections. Dans un environnement aussi incertain, les entreprises et les ménages pourraient se montrer plus prudents et attendre de voir comment la situation évolue.

Dans le même temps, il a été avancé que l'environnement de taux d'intérêt élevés constituait un facteur important de soutien du taux d'épargne. Si l'élasticité de l'épargne par rapport aux taux d'intérêt est généralement relativement faible dans les modèles, la hausse des taux d'intérêt depuis début 2022 a été très importante, intervenant après une longue période de taux bas ou négatifs. Dans ce contexte, même une faible élasticité implique un impact significatif sur la consommation et l'épargne. Il a également été fait référence aux indicateurs de la Commission européenne relatifs à la confiance des consommateurs. Ils indiquent une reprise progressive de la confiance des consommateurs depuis un certain temps (en ligne avec la baisse de l'inflation), tandis que l'incertitude perçue des consommateurs s'est atténuée. Par conséquent, il est peu probable que le taux d'épargne élevé s'explique principalement par des motifs de précaution. Il reflète plutôt la transmission en cours de la politique monétaire, qui pourrait toutefois s'affaiblir progressivement au fil du temps, les taux sur les dépôts et les prêts commençant à diminuer. Les enquêtes font déjà état d'une augmentation des dépenses des ménages. Dans ce contexte, les délais de transmission de la politique monétaire ont été rappelés. Par exemple, les ménages n'ayant pas encore observé d'augmentation de leurs paiements hypothécaires seraient confrontés à un taux de prêt hypothécaire plus élevé en cas d'arrivée à terme de leur période de fixation du taux. Cela pourrait constituer un facteur supplémentaire d'incitation à l'accumulation d'épargne.

Il a également été fait référence au concept de revenu permanent en tant que déterminant important des dépenses de consommation. Si les ménages craignent que leur revenu permanent n'augmente pas autant que leur revenu disponible actuel, en raison des évolutions structurelles de l'économie, il n'est pas surprenant qu'ils limitent leurs dépenses.

Dans l'ensemble, il a été considéré qu'une récession dans la zone euro restait peu probable. La reprise attendue reposait sur une accélération de la consommation et de l'investissement, ce qui restait plausible et en ligne avec les principes économiques standards, les fondamentaux permettant à cette dynamique de se mettre en place étant largement réunis. La faiblesse des dépenses a reflété une réaction décalée à l'augmentation des revenus réels qui se matérialise au fil du temps. En outre, l'augmentation de l'épargne des ménages a permis de constituer des réserves susceptibles de soutenir ultérieurement une hausse des dépenses, comme ce fut le cas aux États-Unis, bien que les

comportements en matière de consommation et d'épargne diffèrent clairement de part et d'autre de l'Atlantique.

La faiblesse de l'investissement cette année et en 2025 a suscité des inquiétudes particulières, compte tenu de l'importance de l'investissement pour la demande et l'offre dans l'économie. Il a été observé que la reprise économique ne devrait pas recevoir beaucoup de soutien de l'accumulation de capital, en partie en raison des conditions financières toujours restrictives, ainsi que de l'incertitude élevée et des faiblesses structurelles. De plus, il a été souligné que l'un des principaux moteurs économiques de l'investissement était les bénéfices, qui se sont affaiblis au cours des derniers trimestres, les coussins de liquidité des entreprises se réduisant dans le même temps. En outre, les perspectives d'investissement ont été révisées à la baisse dans les projections et sont restées modérées. Cette situation est atypique pour une reprise économique et contraste fortement avec les besoins en investissements très importants qui ont été soulignés dans le rapport présenté par Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne.

Le marché du travail, quant à lui, a continué de faire preuve d'une résilience remarquable. Le taux de chômage est resté à un niveau historiquement bas, la croissance de l'emploi demeurant robuste, malgré un ralentissement. Dans le même temps, la croissance de la productivité est restée faible et a surpris à la baisse, ce qui implique que la hausse de la productivité du travail pourrait ne pas se matérialiser comme prévu. Toutefois, une baisse du taux de vacance a été considérée comme reflétant un affaiblissement de la demande de main-d'œuvre, bien qu'il soit resté supérieur à son pic d'avant la pandémie. Il a été noté qu'une baisse des emplois vacants coïncidait généralement avec une augmentation des destructions d'emplois et constituait donc un risque à la baisse pour l'emploi et l'activité plus généralement. La baisse des emplois vacants a également coïncidé avec un ralentissement de la croissance de la rémunération par tête, ce qui a été perçu comme un signe de détente du marché du travail.

Les membres ont souligné qu'il était encore difficile de savoir dans quelle mesure la faible productivité était de nature conjoncturelle ou pouvait refléter des changements structurels ayant un impact sur le potentiel de croissance. Si la productivité du travail est faible en raison de facteurs conjoncturels, il a été avancé que l'augmentation attendue de la productivité du travail ne nécessitait pas de modification du taux d'innovation supposé des entreprises européennes ou de la productivité totale des facteurs. L'augmentation attendue de la productivité du travail pourrait simplement résulter d'une plus grande utilisation des capacités de production (en cas de sous-utilisation résiduelle) en réponse à une augmentation de la demande. D'un point de vue conjoncturel, si la demande agrégée ne se redressait pas, le marché du travail en serait affecté tôt ou tard. Enfin, même si la demande finissait par se redresser, un problème structurel pourrait toujours se poser et la croissance de la productivité du travail pourrait rester modérée à moyen terme. D'une part, il a été soutenu que dans ce cas, la

croissance potentielle de la production serait plus faible, avec des coûts unitaires de main-d'œuvre et des tensions sur les prix plus élevés. Ces problèmes structurels ne peuvent être résolus par des taux d'intérêt plus bas et doivent être traités par d'autres domaines. D'autre part, il a été estimé que les faiblesses structurelles pourraient être amplifiées par des taux d'intérêt élevés. Ces défis structurels pourraient donc constituer à l'avenir un sujet de préoccupation pour la politique monétaire s'ils entraînaient une baisse du taux d'intérêt naturel, ce qui pourrait rendre plus fréquent le recours à des politiques non conventionnelles.

Il a également été fait référence aux disparités dans les perspectives de croissance des différents pays, qui ont été perçues comme un défi supplémentaire pour la politique monétaire. Comme la part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée brute (ainsi que l'ouverture commerciale) varie entre les économies, certains pays de la zone euro ont davantage souffert que d'autres du ralentissement de l'activité industrielle. La faiblesse de la croissance dans la plus grande économie de la zone euro, en particulier, a ralenti la croissance de la zone. Si une partie de cette faiblesse est probablement de nature conjoncturelle, cette économie rencontre d'importants défis structurels. En revanche, de nombreux autres pays de la zone euro ont affiché une croissance robuste, y compris de fortes contributions de la demande intérieure. Il a également été souligné que l'évolution des politiques budgétaires nationales restait très incertaine, les plans budgétaires nationaux devant être négociés pendant une phase de transition pour la Commission européenne. Dans ce contexte, l'amélioration progressive de la situation budgétaire agrégée de la zone euro intégrée dans les projections masque des différences significatives entre les pays. La mise en œuvre intégrale, transparente et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'Union européenne pourrait aider les pouvoirs publics à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable. L'effet d'une politique budgétaire expansionniste sur l'économie a été considéré comme particulièrement incertain dans l'environnement actuel, contribuant potentiellement à une augmentation de l'épargne plutôt qu'à une augmentation des dépenses des ménages (exerçant des effets « ricardiens » plutôt que « keynésiens »).

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont appelé à des politiques budgétaires et structurelles, visant à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie, ce qui rehausserait la croissance potentielle et favoriserait un allègement des tensions sur les prix à moyen terme. Les rapports présentés par Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne et par Enrico Letta sur l'avenir du marché intérieur ont souligné le besoin urgent de réformes et ont formulé des propositions concrètes en ce sens. Il appartient aux gouvernements de prendre ces sujets à bras le corps dans leurs plans à moyen terme concernant les politiques budgétaires et structurelles.

En particulier, il a été avancé que le rapport de Mario Draghi identifiait très clairement les facteurs structurels expliquant l'écart de croissance et de compétitivité industrielle de l'Europe par rapport aux

États-Unis. Le rapport a été considéré comme adoptant une vision à long terme des défis auxquels l'Europe est confrontée, la question sous-jacente fondamentale étant de savoir comment les Européens peuvent rester maîtres de leur destin. Si l'Europe n'entend pas l'appel à investir davantage, l'économie européenne prendra de plus en plus de retard sur les États-Unis et la Chine.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Le fléchissement de la demande d'exportations adressée à la zone euro, dû notamment à un ralentissement de l'économie mondiale ou à une aggravation des tensions commerciales entre les principales économies, freinerait 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 aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Elle pourrait être plus soutenue si l'inflation se modérise plus rapidement qu'attendu et si l'augmentation de la confiance et la hausse des revenus réels se traduisait par des dépenses plus importantes qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croissait plus fortement que prévu.

En ce qui concerne l'évolution des prix, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction et ont souligné le fait que les baisses récentes de l'inflation constituaient une bonne nouvelle. Les nouvelles données ont renforcé la confiance dans le fait que l'inflation reviendrait à sa cible d'ici fin 2025. La baisse de l'inflation, le ralentissement de la croissance des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre, ainsi que la plus grande absorption des coûts plus élevés par les bénéfices, suggèrent que le processus désinflationniste est en bonne voie. La trajectoire de référence inchangée pour l'inflation totale dans les projections a donné l'assurance que l'inflation reviendrait à sa cible d'ici fin 2025.

Toutefois, il a été souligné que l'inflation sous-jacente (*core*) était très persistante. En particulier, la hausse des prix des services a continué d'être plus élevée que prévu et a peu évolué depuis novembre de l'année dernière. Les baisses récentes de l'inflation globale ont été fortement influencées par la baisse des prix de l'énergie, considérés comme très volatils. En outre, la trajectoire de référence vers 2 % dépend essentiellement d'une croissance plus faible des salaires et d'une accélération de la croissance de la productivité vers des taux qui n'avaient pas été observés depuis de nombreuses années et sont supérieurs aux moyennes historiques.

À l'inverse, il a été souligné que l'inflation s'est ralentie plus rapidement que prévu dernièrement, et que le risque qu'elle atteigne un niveau inférieur à la cible d'inflation devenait désormais non négligeable. L'estimation rapide de l'IPCH publiée par Eurostat en août montre que les projections sont déjà trop pessimistes quant au rythme de désinflation à court terme. En outre, les cours des

matières premières ont continué à baisser depuis la date d'arrêté, renforçant la pression baissière sur l'inflation. Les prix des matières premières, les coûts liés à l'énergie et les prix à l'exportation des concurrents s'inscrivent tous en baisse, tandis que l'euro s'apprécie face au dollar américain. De plus, des prix internationaux plus bas n'ont pas uniquement un effet à court terme sur l'inflation totale dans la zone euro, ils peuvent également avoir en définitive un effet indirect sur l'inflation *core*, par le biais du prix de services tels que le transport (tarifs aériens par exemple). Toutefois, dans ce cas particulier, l'ampleur de l'effet baissier dépend de la persistance attendue de la chute des prix de l'énergie. Dans une perspective à plus long terme, il a été souligné que dans plusieurs exercices consécutifs, les projections ont indiqué un retour de l'inflation à la cible de 2 % d'ici fin 2025.

Dans le même temps, il a été noté que le niveau actuel d'inflation totale ne rend pas suffisamment compte des défis auxquels la politique monétaire reste confrontée, appelant à la prudence. Compte tenu de la forte volatilité actuelle des prix de l'énergie, les chiffres de l'inflation totale ne sont pas très représentatifs des tensions à moyen terme sur les prix. De manière générale, il ressort que l'inflation *core* doit être continuellement surveillée. Les révisions à la hausse de l'inflation *core* trimestrielle attendue jusqu'au troisième trimestre 2025, qui atteignent jusqu'à 0,3 point de pourcentage pour certains trimestres, montrent que la bataille contre l'inflation n'est pas encore gagnée. Par ailleurs, l'inflation intérieure demeure élevée, à 4,4 %. Elle reflète des tensions persistantes sur les prix dans le secteur des services, où le processus de désinflation stagne depuis novembre dernier. L'inflation dans les services a atteint 4,2 % en août, un résultat supérieur aux niveaux des neuf mois précédents.

Les perspectives pour l'inflation dans les services incitent à la prudence, sa rigidité pouvant être expliquée par plusieurs facteurs structurels. Premièrement, dans certains secteurs des services, on observe une pénurie mondiale de main-d'œuvre qui pourrait être structurelle. Deuxièmement, les services de loisirs pourraient également être confrontés à une évolution structurelle des préférences, requérant un suivi plus poussé. Il a été souligné que la projection pour l'inflation des biens industriels indique que le taux sectoriel s'établirait essentiellement à 1 %, niveau auquel il se situait pendant la période de forte mondialisation antérieure à la pandémie. Toutefois, dans un contexte de fragmentation, de démondialisation et de chocs d'offre négatifs, il est légitime d'escompter des hausses de prix plus importantes pour les biens industriels non énergétiques. Même si l'inflation est actuellement faible dans cette catégorie, cette situation n'est pas nécessairement appelée à durer.

Les membres du Conseil ont fait valoir que les tensions sur les salaires sont un déterminant important de la persistance de l'inflation dans les services. Si la croissance des salaires semble se ralentir progressivement, elle reste forte et cahoteuse. L'outil prospectif de suivi des salaires demeure orienté à la hausse, et il a été avancé que des tensions plus fortes qu'attendu sur les salaires restent l'un des principaux risques haussiers pour l'inflation, en particulier en ce qui concerne l'inflation dans les services. Cela confirme qu'il est nécessaire de mettre l'accent sur un scénario de risque dans lequel la

croissance des salaires ne se ralentit pas comme prévu, la croissance de la productivité reste faible et les profits absorbent la hausse des coûts dans une moindre mesure qu'attendu. Ainsi, bien que les données récentes soutiennent le scénario de référence, il existe des risques à la hausse pour l'inflation à moyen terme, le retour à la stabilité des prix dépendant d'un certain nombre d'hypothèses critiques qui doivent encore se concrétiser.

Néanmoins, il a également été relevé que la croissance globale des salaires suit une tendance majoritairement baissière, en particulier s'agissant de la croissance de la rémunération par tête. La croissance des salaires nominaux au premier semestre de l'année a été inférieure au niveau des projections de juin. Si la croissance des salaires négociés peut être plus volatile, en raison notamment des paiements exceptionnels, la différence entre cette croissance et celle de la rémunération par tête – la dérive salariale (*wage drift*) – est plus sensible à la faiblesse actuelle de l'économie. De plus, malgré le rattrapage en cours des salaires réels, la désinflation plus rapide qu'attendu observée actuellement pourrait, en définitive, exercer de nouvelles pressions baissières sur les revendications salariales – les effets de second tour étant restés contenus lors de la dernière poussée d'inflation et aucun signe n'indiquant l'existence d'une spirale salaires-prix.

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. La forte baisse des cours du pétrole, due principalement à des conditions d'offre favorables et à un affaiblissement du sentiment à l'égard du risque, ont ramené les anticipations d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis longtemps. Dans ce contexte, il a été évoqué qu'en raison de la faiblesse de l'activité économique et de la désinflation plus rapide et généralisée qu'anticipé, le risque d'un désancrage à la baisse des anticipations d'inflation avait augmenté. Il a plus particulièrement été fait référence aux prix des « *inflation fixings* » (contrats de *swap* liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH hors tabac de la zone euro), qui indiquent une inflation bien inférieure à 2 % à très court terme – et revenant au-dessous de 2 % bien plus tôt qu'attendu dans les projections de septembre. Il est estimé que, même si ces prix ne sont pas entièrement comparables à la hausse des prix mesurée par l'IPCH et qu'ils sont en partie contaminés par des primes de risque d'inflation négatives, leurs faibles niveaux suggèrent que les risques entourant l'inflation sont au moins équilibrés ou pourraient même être orientés à la baisse, au moins à court terme. Il a toutefois été rappelé que les *inflation fixings* sont fortement corrélés aux cours du pétrole et disposent d'un pouvoir prédictif limité au-delà des horizons à court terme.

Dans ce contexte, les membres du Conseil estiment que l'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les profits augmentent plus que prévu. Les risques à la hausse pour l'inflation proviennent également des tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner un

renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme, et perturber les échanges mondiaux. En outre, des événements météorologiques extrêmes et, plus largement, l'évolution de la crise climatique pourraient pousser les prix des produits alimentaires à la hausse. 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 l'évaluation présentée par Mme Schnabel et M. Lane dans leurs introductions. Les taux d'intérêt de marché ont fortement baissé depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en juillet. Les intervenants de marché intègrent désormais pleinement une baisse de 25 points de base du taux de la facilité de dépôt pour la réunion de septembre, et ils attribuent une probabilité de 35 % à une nouvelle baisse des taux en octobre. Au total, deux à trois baisses des taux sont désormais intégrées d'ici à la fin de l'année, contre deux baisses immédiatement après la réunion de juin. Le taux OIS à deux ans a également baissé de plus de 40 points de base depuis la réunion de juillet. De manière plus générale, il a été noté que, les marchés financiers anticipant le cycle intégral d'assouplissement, cela a déjà impliqué un assouplissement supplémentaire et immédiat de l'orientation de politique monétaire qui s'est traduit par des conditions financières plus favorables.

La baisse des taux d'intérêt de marché dans la zone euro et dans le monde s'explique principalement par des perspectives plus faibles pour la croissance mondiale et par un assouplissement attendu de la politique monétaire en raison de l'atténuation des inquiétudes autour des pressions inflationnistes. Les effets de contagion en provenance des États-Unis ont considérablement influé sur l'évolution des taux de marché de la zone euro, tandis que les évolutions des données pour la zone euro – notamment les perspectives d'inflation intérieure – ont été limitées, comme le montrent les projections établies par nos services. Il a été noté par ailleurs que, bien qu'une trajectoire de taux d'intérêt baissière aux États-Unis reflète l'évaluation par la Réserve fédérale des perspectives d'inflation et d'emploi dans le cadre de son double mandat, des taux plus bas devraient normalement stimuler l'économie mondiale, y compris la zone euro. Toutefois, la baisse importante simultanée des cours mondiaux du pétrole suggère que cet effet de contagion pourrait être neutralisé par la crainte d'un affaiblissement de l'économie mondiale, ce qui se répercuterait naturellement sur la zone euro.

Les tensions sur les marchés mondiaux observées en août ont entraîné un durcissement temporaire des conditions dans certains compartiments de marché plus risqués, qui s'est en grande partie rapidement inversé. Alors qu'un peu plus tôt dans l'année, les intervenants de marché s'inquiétaient d'une inflation demeurant plus élevée plus longtemps dans un contexte de croissance robuste, leurs préoccupations portent généralement désormais sur une trop faible croissance, qui pourrait constituer un prélude à l'atterrissage brutal de l'économie dans un contexte de dissipation des tensions

inflationnistes. Bien que rien n'indique pour le moment un tel atterrissage aux États-Unis ou dans la zone euro, il a été avancé que les événements de début août ont montré que les marchés financiers sont hautement sensibles aux résultats de croissance décevants dans les grandes économies. Les membres du Conseil ont considéré qu'il s'agissait d'une source d'instabilité et de risques baissiers, même si à ce moment-là, les évolutions du marché indiquaient que les investisseurs restaient disposés à prendre des risques. Néanmoins, il a également été avancé que la forte volatilité et les turbulences sur les marchés au mois d'août reflétaient en partie le dénouement des opérations de portage (*carry trade*) à la suite du resserrement monétaire de la Banque du Japon, après une période prolongée de politique monétaire accommodante. De plus, la correction a été de courte durée, les valorisations étant restées élevées sur les marchés des actions et les primes de risque étant faibles pour différentes catégories d'actifs.

Les coûts de financement dans la zone euro, mesurés par les taux d'intérêt des instruments de dette de marché et des prêts bancaires, sont restés restrictifs, les hausses passées des taux directeurs continuant de se répercuter le long de la chaîne de transmission. Les taux d'intérêt moyens appliqués aux nouveaux prêts aux entreprises et aux nouveaux prêts hypothécaires sont restés élevés en juillet, à respectivement 5,1 % et 3,8 %. Il a été avancé que d'autres éléments des conditions de financement au sens large ne sont pas aussi stricts que ne pourraient le suggérer le niveau des taux débiteurs ou des indicateurs plus larges des conditions financières. Le financement par fonds propres, par exemple, a été abondant pendant toute la période de désinflation et les *spreads* de crédit ont été très comprimés. Dans le même temps, il a été suggéré que cela pourrait simplement refléter la faible demande d'investissement, les entreprises n'ayant pas besoin d'emprunter ou ne le souhaitant pas et n'étant donc pas préparées à émettre des titres de créance à des taux élevés.

Dès lors, la croissance du crédit est restée atone dans un contexte de faible demande. La croissance des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages est restée proche de zéro en juillet, les premiers affichant une légère baisse et les seconds une légère hausse par rapport à juin. La croissance annuelle de la masse monétaire au sens large, mesurée par M3, est restée relativement modérée à 2,3 % en juillet soit le même taux qu'en juin.

Il a été suggéré que la faiblesse de la dynamique du crédit reflète également les conditions de financement toujours restrictives, qui devraient maintenir la croissance du crédit à un niveau faible jusqu'en 2025. Il a également été avancé que les banques font face à des difficultés, leur ratio cours/valeur comptable, bien que plus élevé qu'au cours des années précédentes, demeurant généralement inférieur à un. En outre, il a été souligné qu'un risque de crédit plus élevé, associé à une détérioration des portefeuilles de prêts, était susceptible de contraindre l'offre de crédit. Dans le même temps, la baisse des taux en juin et l'anticipation de réductions futures ont déjà légèrement réduit les coûts de financement des banques. De plus, celles-ci sont restées très rentables, avec des

valorisations robustes. Il n'est pas non plus inhabituel que les ratios cours/valeur comptable soient inférieurs à un, et les banques n'ont pas de difficulté à lever des fonds propres. La demande de crédit a été considérée comme le principal facteur freinant la croissance des prêts, l'investissement demeurant particulièrement faible. Du côté des ménages, il a été suggéré que la demande de prêts hypothécaires devrait augmenter avec la reprise sur les marchés de l'immobilier résidentiel.

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 évalué les données devenues disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire conformément aux trois principaux éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les dernières projections des services de la BCE ont confirmé les perspectives présentées dans les projections de juin. L'inflation devrait recommencer à augmenter en fin d'année, notamment parce que les fortes baisses précédentes des prix de l'énergie sortiront du calcul des taux annuels. Elle devrait ensuite revenir vers la cible au second semestre de l'année prochaine, le processus de désinflation étant soutenu par l'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et les effets du resserrement passé de la politique monétaire qui se répercutent progressivement sur les prix à la consommation. Par la suite, l'inflation devait rester proche de la cible de manière durable. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à environ 2 %, et les mesures extraites des instruments de marché se sont rapprochées de ce niveau depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les évolutions économiques récentes confirment globalement les perspectives de référence, comme le montrent les projections inchangées établies par les services de la BCE pour l'inflation totale, et qu'elles indiquent que le processus de désinflation progresse de manière satisfaisante et devient plus robuste. L'inflation se situe sur la bonne trajectoire et est globalement bien engagée pour revenir à l'objectif de 2 % d'ici fin 2025, même si l'inflation totale devrait rester volatile jusqu'à fin 2024. Toutefois, ce profil d'inflation cahoteux signifie également que la phase finale de désinflation, pour revenir à 2 %, ne devrait débuter qu'en 2025 et repose sur un certain nombre d'hypothèses. Il convient donc de surveiller attentivement si l'inflation s'établit au plus tôt et de manière durable au niveau de la cible. Le risque de retards pour atteindre la cible de la BCE semble justifier une certaine prudence, afin d'éviter d'inverser prématurément l'orientation restrictive de la politique monétaire. Dans le même temps, il a également été avancé que la politique monétaire doit rester orientée à moyen terme même en cas de chocs, et que le risque que l'inflation soit inférieure à la cible plus longtemps sur l'horizon de projection devienne plus important.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil notent que la plupart des indicateurs sont restés globalement inchangés en juillet. L'inflation intérieure est restée élevée, avec de fortes tensions sur les prix provenant notamment des salaires. L'inflation *core* qui reste relativement élevée, s'est avérée rigide depuis le début de l'année et continue de surprendre à la hausse. En outre, les projections pour l'inflation *core* en 2024 et 2025 ont été légèrement revues à la hausse, en raison d'une augmentation des prix des services plus importante que prévu. La dynamique des coûts de main-d'œuvre devrait demeurer une préoccupation essentielle, le ralentissement attendu de l'inflation *core* et de l'inflation dans les services l'année prochaine dépendant des principales hypothèses relatives aux salaires, à la productivité et aux bénéfices pour lesquelles les données effectives restent incomplètes. En particulier, la productivité est faible et ne s'est pas encore redressée, tandis que la croissance des salaires, malgré un ralentissement progressif, reste forte et inégale. Une croissance de la productivité décevante pourrait être préoccupante, car la capacité des profits à absorber les hausses des coûts unitaires de main-d'œuvre pourrait atteindre ses limites. La croissance des salaires devrait alors encore se ralentir pour que l'inflation revienne durablement à la cible. Ces facteurs pourraient signifier que l'inflation *core* et l'inflation dans les services seraient plus rigides et ne diminueraient pas autant qu'attendu actuellement.

Malgré ces risques, le ralentissement progressif de la dynamique de l'inflation dans les services, bien qu'à partir de niveaux élevés, et l'anticipation d'une nouvelle baisse, en partie en raison d'effets de base importants, peuvent être considérés comme des éléments rassurants. Le rattrapage des salaires a progressé, la croissance des salaires, qui s'est déjà ralentie davantage que prévu précédemment, devrait s'affaiblir encore plus rapidement l'année prochaine, sans signe d'une spirale salaires-prix. Si la baisse des prix de l'énergie ou d'autres facteurs réduisent actuellement le coût de la vie, cela devrait exercer une pression baissière sur les revendications salariales l'année prochaine.

Enfin, les membres du Conseil se sont généralement accordés sur le fait que la transmission de la politique monétaire à la suite du resserrement passé continue de freiner l'activité économique, même si le pic a probablement été dépassé. Les conditions de financement sont demeurées restrictives. Cela s'est reflété dans une faible dynamique du crédit, qui a freiné la consommation et l'investissement et, par conséquent, l'activité économique au sens large. Le resserrement passé de la politique monétaire s'est progressivement répercuté sur les prix à la consommation, soutenant le processus de désinflation. De nombreuses autres raisons expliquent pourquoi la politique monétaire continue de se transmettre à l'économie, des études suggérant que plusieurs années d'effets décalés pourraient s'écouler avant la complète dissipation de son impact. Par exemple, les coussins de liquidité des entreprises et des ménages ayant diminué, ils sont désormais davantage exposés à des taux d'intérêt plus élevés qu'auparavant, et les banques pourraient à leur tour être confrontées à un risque de crédit plus élevé. Dans le même temps, le dernier relèvement des taux d'intérêt ayant eu lieu un an déjà, la transmission de la politique monétaire devrait s'affaiblir progressivement par rapport

à son pic, également en raison de la baisse, quoique très modérée, des taux appliqués aux prêts et aux dépôts depuis près d'un an. L'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devrait donc favoriser la consommation et l'investissement à l'avenir. Néanmoins, l'incertitude actuelle concernant le mécanisme de transmission, en termes tant d'efficacité que de calendrier, a rappelé l'importance du suivi de la vigueur de la transmission de la politique monétaire.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont examiné la proposition de M. Lane d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs a piloté l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base. Comme précédemment annoncé le 13 mars 2024, certaines modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire entreront également en vigueur le 18 septembre 2024. Ainsi, l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt sera ramené à 15 points de base. L'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des opérations principales de refinancement restera inchangé, à 25 points de base. Par conséquent, le taux de la facilité de dépôt sera ramené à 3,50 % et les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal seront ramenés à 3,65 % et 3,90 % respectivement.

Sur la base de l'évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il est aujourd'hui opportun de poser un nouveau jalon dans la réduction du caractère restrictif de la politique monétaire. Les données récemment disponibles et les projections pratiquement inchangées établies par les services de la BCE ont accru la confiance des membres du Conseil dans le fait que le processus de désinflation se poursuit de manière régulière et que l'inflation est en bonne voie pour revenir vers la cible d'inflation de 2 % au plus tôt et de manière durable. L'inflation totale a fléchi en août pour s'établir à des niveaux qui avaient été précédemment observés à l'été 2021 avant la poussée de l'inflation, et il y a eu des signes d'atténuation des tensions sur le marché du travail, avec un ralentissement de la croissance des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre. Malgré les profils d'évolution cahoteux de certaines données attendus sur les prochains mois, le tableau d'ensemble reste celui d'une tendance désinflationniste persistante se poursuivant à un rythme soutenu et plus ou moins conforme aux prévisions. En particulier, l'anticipation du Conseil des gouverneurs selon laquelle la croissance significative des salaires sera amortie par une baisse des bénéfices a été confirmée dans les données récentes. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, comme celles tirées d'enquêtes, sont demeurées bien ancrées, et les anticipations à plus long terme sont restées proches de 2 % pendant une longue période, qui a inclus des phases d'incertitude accrue. La confiance dans les projections a été renforcée par leur stabilité récente et leur plus grande

précision, et les projections font état d'une inflation en bonne voie pour atteindre la cible d'ici fin 2025 depuis au moins les trois derniers exercices.

Il a également été noté que les perspectives économiques globales pour la zone euro étaient plus préoccupantes et que la reprise prévue est fragile. L'activité économique est restée modérée, les risques pesant sur la croissance économique étant orientés à la baisse et les risques à court terme pesant sur la croissance étant orientés à la hausse. Ces préoccupations se sont également reflétées dans les projections de croissance plus faibles pour 2024 et 2025 par rapport à juin. Une remarque a été formulée selon laquelle l'inflation se rapprochant de plus en plus de la cible, l'activité économique réelle devrait devenir plus pertinente pour calibrer la politique monétaire.

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont soutenu les propositions de M. Lane visant à réduire le caractère restrictif de la politique monétaire par une deuxième baisse de taux de 25 points de base, ce qui, au regard d'un large ensemble de scénarios, a été considéré comme robuste pour le maintien à l'avenir d'une optionalité dans les deux sens.

Pour l'avenir, les membres du Conseil ont souligné qu'ils restaient déterminés à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme et qu'ils maintiendraient les taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Ils maintiendront également une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de cette orientation restrictive. Il ne doit pas y avoir d'engagement pré-établi sur une trajectoire particulière de taux. Par conséquent, il est préférable de n'écarter aucune option pour la période à venir afin d'être libre de réagir en fonction de l'ensemble des données disponibles.

Il a été souligné que la vitesse à laquelle le degré de restriction devrait être réduit dépendait de l'évolution des données disponibles, les trois éléments de la fonction de réaction déclarée constituant un point d'ancrage solide pour le processus décisionnel et de suivi. Toutefois, cette dépendance aux données ne correspond pas à une dépendance aux points de données, et aucune pondération mécanique ne peut être attachée aux évolutions à court terme de l'inflation totale ou de l'inflation *core*, ni à aucune autre statistique unique. En revanche, il est nécessaire d'évaluer les implications de l'ensemble des données pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Par exemple, il serait parfois opportun d'ignorer la volatilité des prix du pétrole, mais à d'autres moments, si les mouvements des prix du pétrole étaient susceptibles d'avoir des répercussions significatives sur l'économie, il serait important d'y réagir.

Les membres du Conseil sont globalement convenus qu'il serait opportun d'adopter une approche progressive pour inverser le caractère restrictif de la politique monétaire si les futures données sont en ligne avec les projections de référence. Cela a été également jugé cohérent avec l'anticipation selon

laquelle un assouplissement progressif des conditions financières soutiendrait l'activité économique, notamment les investissements indispensables pour stimuler la productivité du travail et la productivité globale des facteurs.

Il a été mentionné qu'une approche progressive et prudente semble actuellement appropriée car il n'est pas tout à fait certain que le problème de l'inflation soit résolu. Il est donc trop tôt pour crier victoire, compte tenu également des révisions à la hausse des projections trimestrielles relatives à l'inflation *core* et des récentes surprises à la hausse concernant la hausse des prix des services. Même si l'incertitude a diminué, elle reste élevée, et certains des principaux facteurs et hypothèses sous-tendant les perspectives de référence, notamment ceux liés aux salaires, à la productivité, aux profits et à la hausse des prix des services et à l'inflation *core*, doivent encore se matérialiser et n'évolueront que lentement. Ces facteurs nécessitent un suivi attentif. Le vrai test aura lieu en 2025, lorsqu'il apparaîtra plus clairement si la croissance des salaires s'est ralentie, si celle de la productivité s'est redressée comme prévu et si la répercussion de l'augmentation des coûts de main-d'œuvre a été suffisamment modérée pour contenir les tensions sur les prix.

Dans le même temps, il a été avancé que l'incertitude persistante signifiait qu'il existe des risques dans les deux sens pour les perspectives de référence. En plus de souligner l'importance du maintien d'une approche fondée sur les données, cela met également en évidence d'importantes considérations relatives à la gestion des risques. En particulier, il a été souligné qu'il existe des scénarios alternatifs de part et d'autre. Par exemple, un rythme de réduction des taux plus rapide serait probablement opportun si les risques à la baisse pesant sur la demande intérieure et les perspectives de croissance se matérialisaient ou si, par exemple, une hausse des prix des services plus faible que prévu accroissait le risque de manquer la cible par le bas. Il est donc important de maintenir une approche réunion par réunion.

À l'inverse, il existe des scénarios selon lesquels il pourrait être nécessaire de suspendre le cycle de réduction pendant un certain temps, peut-être en raison d'une baisse structurelle de l'activité ou d'autres facteurs entraînant une inflation *core* plus élevée que prévu.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil sont convenus qu'il est important de faire savoir que les données récentes relatives à l'inflation sont globalement conformes aux anticipations, et que les dernières projections des services de la BCE confirment les perspectives d'inflation établies précédemment. Dans le même temps, afin de réduire le risque que les données sur l'inflation à court terme soient mal interprétées, il convient d'expliquer que l'inflation devrait de nouveau augmenter vers la fin de cette année, en partie en raison d'effets de base, avant de revenir vers la cible au second semestre de l'année prochaine. Il convient de réaffirmer que le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion, ne s'engagera pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière et continuera de définir sa politique monétaire en fonction des

éléments établis de la fonction de réaction. Compte tenu de la modification précédemment annoncée de l'écart entre le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt, il est également important de préciser au début de la communication que le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire en ajustant le taux de la facilité de dépôt.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition du directoire de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement partiel des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

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 12 septembre 2024](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 11-12 septembre 2024

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno*
- M. Cipollone
- M. Demarco, qui remplace temporairement M. Scicluna*
- M. Elderson
- M. Escrivá
- M. Holzmann*

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

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

* Membres ne disposant pas de droit de vote en septembre 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. Gavilán
- M. Haber
- M. Horváth
- M. Kroes
- M. Luikmel
- M. Lünemann
- M. Madouros
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- Mme Papageorgiou
- M. Rutkaste
- Mme Schembri
- M. Šiaudinis
- M. Šošić
- M. Tavlas
- M. Ulbrich
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

- M. Proissl, directeur général Communication
- M. Straub, conseiller auprès de la présidente
- 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 jeudi 14 novembre 2024.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi