



Réunion des 16 et 17 octobre 2024

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Ljubljana le mercredi 16 et le jeudi 17 octobre 2024

14 novembre 2024

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel note que les anticipations relatives aux taux directeurs ont fluctué dans les deux sens depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 septembre 2024. Sur la base des données devenues disponibles, il a été difficile pour les intervenants de marché d'intégrer dans leurs prix la rapidité et l'ampleur de la désinflation et du cycle d'assouplissement de la politique monétaire. Depuis la réunion de septembre, les principaux facteurs à l'origine des évolutions sur les marchés financiers ont été l'atonie de l'économie de la zone euro, la robustesse de l'économie américaine ainsi que les hausses et la volatilité des prix des matières premières.

Des données macroéconomiques plus faibles pour la zone euro conjuguées aux prix plus élevés des matières premières ont affecté l'opinion du marché concernant les perspectives d'inflation et la perception de la balance des risques pesant sur l'inflation. Les *inflation fixings* (contrats de *swap* liés aux publications mensuelles de l'indice des prix à la consommation harmonisé hors tabac) se sont déplacés nettement vers le haut récemment, inversant en partie la baisse observée à la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet, lorsque les prix de l'énergie avaient fortement baissé. Ces fluctuations de l'opinion des investisseurs concernant les perspectives d'inflation illustrent l'impact significatif des prix de l'énergie sur les anticipations d'inflation. Dans le même temps, les indicateurs relatifs aux risques pesant sur l'inflation, qui sont extraits des instruments de marché et fondés sur la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

valorisation des options, restent orientés à la baisse à court et moyen terme, même s'ils se sont rééquilibrés récemment, tandis que les risques entourant les perspectives d'inflation à plus long terme se sont de nouveau orientés à la hausse.

Les données disponibles pour la zone euro ont également eu un impact significatif sur les anticipations relatives à la politique monétaire. Les intervenants de marché s'attendent actuellement à ce que les baisses de taux interviennent de manière plus précoce, une réduction de 25 points de base lors de la réunion en cours et une nouvelle baisse en décembre 2024 étant totalement intégrées dans leurs prix. Mais ils anticipent également un cycle de réduction des taux plus contenu dans l'ensemble, avec des baisses totales moins importantes à partir de mars 2025 et un taux terminal plus élevé par rapport aux anticipations de septembre 2024. Les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts, SMA*) ont des points de vue globalement semblables à ceux des marchés s'agissant des perspectives d'évolution des taux d'intérêt à court terme, des écarts apparaissant à compter du second semestre 2025.

La réévaluation de la trajectoire attendue des taux directeurs a été beaucoup plus prononcée aux États-Unis, où les intervenants de marché ont nettement révisé à la hausse leurs anticipations relatives au taux directeur terminal. Les anticipations relatives au taux terminal de la BCE ont également été tirées vers le haut, mais dans une moindre mesure qu'aux États-Unis, reflétant les données macroéconomiques plus faibles disponibles pour la zone euro. Cela a accru la divergence entre les deux taux terminaux. Dans le même temps, l'incertitude sur les marchés de taux, mesurée par la dispersion des prévisions des analystes relatives aux taux d'intérêt anticipés à trois mois dans un an, est restée supérieure à la moyenne historique tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, indiquant que l'incertitude entourant la trajectoire des taux directeurs demeure significative.

La décomposition des variations de la courbe des taux sans risque dans la zone euro et aux États-Unis entre la compensation de l'inflation et les taux réels montre que les taux nominaux ont augmenté pour les échéances à moyen et long terme dans les deux zones monétaires. Toutefois, la hausse a été beaucoup plus prononcée aux États-Unis, sous l'effet d'une augmentation plus marquée de la compensation de l'inflation et des taux réels. Dans la zone euro, la réévaluation des perspectives d'inflation a exercé des tensions à la hausse sur les taux sans risque, la compensation de l'inflation augmentant significativement sur l'ensemble des échéances. En revanche, les taux d'intérêt réels de la zone euro ont diminué sur les différentes échéances, la baisse la plus prononcée concernant la partie courte de la courbe, ce qui implique un nouvel assouplissement des conditions de financement. La quasi-totalité de la courbe des taux réels de la zone euro est actuellement proche du territoire neutre.

Les investisseurs obligataires anticipent actuellement un atterrissage en douceur dans la zone euro, avec le retour du taux directeur à un niveau globalement neutre. Ce point de vue est conforté par les

évolutions récentes des marchés d'actions, les principaux indices boursiers ayant fortement augmenté en septembre et octobre. Les évolutions sur les marchés des obligations d'entreprises suggèrent également que les investisseurs ont fait abstraction de l'affaiblissement de l'économie de la zone euro. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué de manière générale, la plus forte baisse étant observée pour les obligations à haut rendement des sociétés non financières. Cette évolution a été en partie soutenue par des perspectives favorables concernant les taux de défaut dans le secteur des entreprises. Les écarts de rendement souverains par rapport au Bund allemand, autres que ceux des obligations françaises, ont diminué entre les deux réunions.

Au total, un assouplissement généralisé et prononcé des conditions financières a été observé depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Cette évolution résulte de la baisse des taux réels à court terme, de la hausse des prix des actions et de la dépréciation de 1 % de l'euro par rapport au dollar, en ligne avec les évolutions de l'écart de rendement à deux ans entre la zone euro et les États-Unis.

S'agissant de la dynamique récente des taux du marché monétaire, la transmission des modifications des taux directeurs à ces taux a été efficace. Dans le même temps, le glissement progressif vers le haut des taux *repo* par rapport au taux de la facilité de dépôt au cours des derniers mois a rapproché les taux garantis du taux de la facilité de dépôt, ce qui ne s'était pas produit depuis 2020.

En revanche, l'écart entre le taux à court terme de l'euro pour les emprunts non garantis (€STR) et le taux de la facilité de dépôt est resté globalement stable.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer la situation contre-intuitive dans laquelle il est plus avantageux d'emprunter des liquidités sur le marché non sécurisé que sur le marché sécurisé. Le principal d'entre eux semble avoir été l'amélioration significative de la disponibilité des garanties, en partie en raison de la réduction de l'empreinte de marché de l'Eurosystème. En revanche, peu d'éléments ont attesté jusqu'à présent de tensions à la hausse sur les taux *repo* en raison de pénuries de liquidité. De plus, des facteurs liés à la réglementation et à la microstructure du marché ont limité la capacité des prêteurs de liquidités à arbitrer entre les marchés sécurisé et non sécurisé, quelques-uns seulement opérant sur les deux marchés.

Depuis le resserrement de l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt, ramené à 15 points de base à compter du 18 septembre 2024, le recours aux opérations de refinancement classiques de l'Eurosystème n'a été que limité, le financement de marché demeurant attractif.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant tout d'abord de l'inflation dans la zone euro, M. Lane rappelle que l'inflation totale s'est établie à 1,8 % en septembre selon l'estimation rapide d'Eurostat (elle a ensuite été révisée à la baisse à 1,7 % dans la publication finale devenue disponible le 17 octobre), un niveau nettement plus bas que celui enregistré en août et inférieur à la trajectoire prévue dans les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE. La surprise à la baisse reflète largement un ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, mais l'inflation *core* a également joué un rôle. Cette évolution résulte quant à elle de surprises à la baisse s'agissant de la hausse des prix des biens et – à un degré moindre – de ceux des services. En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, les indicateurs reposant sur des exclusions déjà disponibles pour septembre se sont inscrits en baisse. Dans le même temps, les indicateurs de l'inflation sous-jacente disponibles jusqu'en août ont diminué ou sont stables. La composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) continue de se situer dans le bas de la fourchette, à 2,0 %. Les niveaux plus élevés de certaines des autres mesures reflètent leur nature plus rétrospective à un moment où la propagation des chocs antérieurs est toujours en cours. L'indicateur relatif à l'inflation intérieure, en particulier, reste élevé à 4,4 %, car il recouvre principalement les postes des services. Toutefois, globalement, en glissement mensuel et corrigées des variations saisonnières, les hausses des prix des services pour août et septembre sont plus proches de la moyenne de long terme, ce qui suggère une modération de la dynamique de l'inflation par rapport à la situation plus tôt dans l'année.

La hausse des prix des services reste élevée, mais devrait se ralentir. Cette prévision a été confirmée, par exemple, par la PCCI pour la composante services. La PCCI pour les services s'est établie à 2,4 % environ depuis le début de l'année – reflétant le fait qu'une part significative de la hausse des prix des services, qui ressort à 4 % environ, est due à des éléments rétrospectifs et à des facteurs ponctuels. Par exemple, les augmentations importantes des cotisations d'assurance début 2024 ont continué de pousser à la hausse le taux d'inflation annuel pour les services, mais elles entraîneront des effets de base négatifs début 2025. Historiquement, de telles hausses n'ont pas constitué des signaux pour l'inflation future dans le secteur des services. Cela implique que la hausse des prix des services devrait, au fil du temps, converger vers le niveau de la PCCI relative à ce secteur, une fois ces facteurs ponctuels sortis des données.

Les données disponibles et les signaux relatifs à la croissance des salaires en 2025 sont soit conformes, soit inférieurs aux projections de septembre. Les outils prospectifs de suivi des salaires sont globalement en ligne avec les projections de septembre et vont dans le sens d'une modération de la croissance des salaires en 2025. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent également un ralentissement marqué de la croissance des salaires au cours de l'année à venir.

Après les récentes surprises à la baisse concernant l'inflation, les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème permettront une évaluation complète des perspectives d'inflation. L'inflation totale devrait de nouveau augmenter plus tard en 2024, avant de revenir à la cible courant 2025, plus tôt que ce qui avait été prévu auparavant. Les dernières enquêtes auprès d'experts ont fait état de taux d'inflation pour 2024 et 2025 inférieurs au niveau du scénario de référence des projections de septembre. Les anticipations d'inflation des entreprises et des consommateurs de la zone euro ont également baissé sur tous les horizons.

S'agissant de l'environnement extérieur, la dynamique de la croissance mondiale a été globalement stable, mais aussi inégale. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro est revenu à 52,5 en septembre après 53,2 en août. Si les services ont continué de bien résister, la production manufacturière a stagné. Le ralentissement semble résulter d'une dissipation de l'accumulation de stocks observée plus tôt dans l'année. La croissance des importations mondiales devrait se modérer à la suite des commandes anticipées au deuxième trimestre, mais un environnement général de croissance robuste devrait soutenir les échanges commerciaux vers la fin de l'année.

L'euro est resté globalement stable en termes effectifs nominaux depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les prix du pétrole et du gaz ont augmenté depuis lors, mais la courbe des contrats à terme pour les prix du pétrole a continué de s'inscrire en baisse. Les dernières données de l'Agence internationale de l'énergie suggèrent un solde positif pour l'offre de pétrole tout au long de l'année 2025, ce qui favorise une baisse des prix de cette matière première en 2025.

Pour la zone euro, les informations disponibles suggèrent que l'activité économique a été plus faible que prévu. L'indice PMI composite relatif à la production dans la zone euro a baissé, ressortant à 49,6 en septembre après 51,0 en août. La détérioration de l'indice PMI est généralisée, concernant l'ensemble des pays et des sous-indices. Le secteur manufacturier, sensible aux taux d'intérêt, s'est encore contracté, l'indice PMI relatif à la production manufacturière étant revenu à 44,9 en septembre après 45,8 en août. Le secteur des services a poursuivi son expansion, mais à un rythme plus lent, l'indice PMI pour l'activité des services revenant à 51,4 en septembre après 52,9 en août, reflétant en partie la fin de la stimulation apportée aux services par les Jeux olympiques en août. Ces derniers résultats signalent des perspectives à court terme plus faibles qu'anticipé dans les projections de septembre.

Le revenu des ménages a augmenté au deuxième trimestre, mais les données disponibles indiquent que la consommation des ménages a diminué en rythme trimestriel en termes réels, surprenant à la baisse. Le taux d'épargne s'est établi à 15,7 % au deuxième trimestre, bien au-delà de la moyenne pré-pandémique de 12,9 %. Ce taux d'épargne élevé reflète probablement les rendements réels plus élevés de l'épargne, les efforts pour récupérer les pertes de patrimoine net réel et la croissance

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

robuste des revenus hors travail, pour lesquels la propension marginale à consommer est faible. Dans la mesure où la consommation ne réagit à une hausse des revenus qu'avec un décalage dans le temps, le taux d'épargne élevé pourrait également inclure une composante temporaire. En effet, les résultats tirés d'enquêtes montrent une reprise progressive des dépenses des ménages. Les ventes au détail ont enregistré une légère hausse en août, tandis que l'indicateur de la confiance des consommateurs de la Commission européenne a augmenté en septembre.

L'investissement dans l'immobilier résidentiel semble proche d'un point bas et devrait être soutenu par la baisse des coûts de financement et par la remontée des prix des logements, mais les perspectives pour l'investissement des entreprises sont plus incertaines. Selon les derniers contacts de la BCE avec les sociétés non financières, la faible demande, la perte de compétitivité et les craintes accrues liées à l'environnement réglementaire incertain pour la transition verte encouragent les entreprises à retarder leurs investissements et à se concentrer davantage sur l'efficacité et la réduction des coûts.

En ce qui concerne le commerce extérieur, les exportations de la zone euro sont en baisse, reflétant une réduction de la part de marché pour la zone euro liée à une perte de compétitivité. La récente baisse du PMI relatif aux nouvelles commandes à l'exportation indique que la situation est peu susceptible de s'améliorer à court terme.

Les enquêtes auprès d'experts signalent des perspectives de croissance légèrement plus faibles que dans le scénario de référence de septembre. L'enquête SMA de la BCE fait état de projections de croissance pour 2024, 2025 et 2026 se situant respectivement 0,1, 0,2 et 0,3 point de pourcentage au-dessous des projections de septembre. Les projections de croissance des participants à l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et à l'enquête de *Consensus Economics* s'établissent 0,1 point de pourcentage au-dessous du scénario de référence pour chacune des trois années. S'agissant des politiques budgétaires, de nouveaux projets de plans budgétaires viennent d'être annoncés dans beaucoup de pays de la zone euro.

Le marché du travail reste résilient et les informations disponibles sont conformes aux perspectives de court terme des projections de septembre. Le taux de chômage est resté à son point bas historique de 6,4 % en août. Toutefois, les enquêtes indiquent un ralentissement de la croissance de l'emploi et une nouvelle modération de la demande de main-d'œuvre.

En ce qui concerne l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt à court terme des marchés ont baissé depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, principalement en raison de l'affaiblissement des données concernant l'économie de la zone euro et du nouveau recul de l'inflation. Si les conditions de financement demeurent restrictives, les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires ont cependant légèrement baissé en août, à 5,0 % et 3,7 % respectivement. La croissance des prêts aux ménages montre des signes précoces d'amélioration. D'après la dernière enquête sur la distribution

du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts hypothécaires se sont assouplis pour le troisième trimestre consécutif, particulièrement en raison d'une plus grande concurrence entre banques. La baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel ont conduit à une nette hausse de la demande de prêts hypothécaires. Dans ce contexte, l'activité de prêt hypothécaire s'est légèrement redressée, avec un taux de croissance annuel de 0,6 % en août. Les banques s'attendent à des évolutions similaires pour la demande de prêts au logement au quatrième trimestre de l'année.

La croissance des prêts aux entreprises et de la demande de prêts bancaires par celles-ci demeure faible. L'enquête sur la distribution du crédit bancaire pour le troisième trimestre 2024 confirme que les critères d'octroi de prêts aux entreprises sont restés aux niveaux restrictifs atteints après plus de deux ans de durcissement progressif. Alors que les banques ne déclarent aucun durcissement net des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises pour la première fois depuis mi-2021, elles citent les perceptions du risque liées aux perspectives économiques générales et propres à l'entreprise comme facteurs tendant vers un durcissement des conditions de crédit. Les banques ont fait état d'une hausse nette modérée de la demande de prêts des entreprises pour la première fois en deux ans, déterminée principalement par la baisse des taux d'intérêt et par une contribution atone de l'investissement fixe. Dans l'ensemble, les prêts aux entreprises restent modérés, progressant à un rythme annuel de 0,8 % en août, sous l'effet de flux mensuels fluctuant globalement autour de zéro depuis le début d'année. Si l'on se projette au quatrième trimestre de l'année, les banques s'attendent à un nouveau durcissement, mais modéré, des critères d'octroi de crédit et à une nouvelle hausse nette de la demande de prêts par les entreprises.

Considérations de politique monétaire et options possibles

En résumé, les informations récentes relatives à l'inflation montrent que le processus de désinflation est en bonne voie. Les indicateurs de l'activité économique ont légèrement surpris à la baisse, ce qui a pesé davantage sur les perspectives d'inflation. Dans le même temps, les conditions de financement demeurent restrictives. L'inflation devrait augmenter au cours des prochains mois avant de revenir vers la cible en cours d'année 2025. Sous l'effet de salaires qui continuent de progresser à un rythme soutenu, l'inflation intérieure demeure élevée. Dans le même temps, les tensions sur les coûts de main-d'œuvre devraient continuer de se dissiper progressivement, les bénéfices compensant en partie leur effet sur l'inflation.

De manière générale, les informations disponibles suggèrent que les risques baissiers sur les perspectives de croissance dans le scénario de référence de septembre, avec l'affaiblissement associé des tensions inflationnistes, sont devenus plus marqués. Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs réduise le taux de la facilité de dépôt, à travers

lequel il pilote l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base. Conformément au cadre opérationnel, cela signifie que le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de prêt marginal sont également réduits de 25 points de base.

Cette proposition a été motivée par une gestion prudente des risques. Si le ralentissement signalé par les indicateurs de l'activité économique et la surprise à la baisse concernant l'inflation s'avèrent temporaires, la décision de réduire les taux lors de la réunion d'octobre pourrait, a posteriori avoir simplement anticipé une réduction en décembre. En revanche, si les données suggèrent une faiblesse plus persistante, confirmant un processus de désinflation plus marqué, une réduction lors de la présente réunion signifierait a posteriori un ajustement agile de la politique à l'évolution des conditions macroéconomiques. Il est donc important de conserver toutes les options possibles et de se préparer à la matérialisation des risques, dans un sens comme dans l'autre, pour les perspectives de croissance et d'inflation. Dans sa communication, le Conseil des gouverneurs devrait donc continuer à s'abstenir de donner des indications sur le rythme et l'ampleur de l'assouplissement monétaire au cours des prochaines réunions.

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

Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'environnement extérieur, les membres du Conseil ont noté que les prévisions en temps réel indiquent une croissance stable de l'activité mondiale au second semestre 2024, soutenant l'anticipation d'une reprise des échanges mondiaux. Ils ont largement souligné l'incertitude concernant l'environnement extérieur. Celle-ci a été suggérée par, entre autres, les dernières données tirées d'enquêtes, qui incluent une baisse de l'indice PMI mondial relatif à la production dans les secteurs manufacturier et des services, bien qu'il se situe toujours en territoire expansionniste. L'économie américaine s'est avérée plus robuste qu'attendu. Pour la Chine, les membres du Conseil ont noté que la croissance pourrait bénéficier de mesures de soutien budgétaires et monétaires, mais dans le même temps, l'attention a été attirée sur le fait que la nécessité de telles mesures pourrait indiquer des fragilités économiques. Cela est également important pour les dynamiques de prix des matières premières, la Chine étant une source notable de demande. De plus, les conflits géopolitiques tels que la situation au Moyen Orient demeurent une source d'incertitude majeure, non seulement en raison de leurs effets directs sur les prix du pétrole et les coûts de transport, mais aussi de leur impact négatif sur la confiance.

S'agissant de l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil s'accordent sur le fait que les informations récentes suggèrent une croissance légèrement plus faible qu'attendu. Alors que la production industrielle a été particulièrement volatile pendant l'été, les enquêtes indiquent que l'industrie manufacturière a continué de se contracter. Pour les services, les enquêtes font apparaître une légère hausse en août, probablement soutenue par une saison touristique estivale vigoureuse, mais les dernières données indiquent une croissance plus lente bien que continue. Les entreprises n'augmentent leurs investissements que lentement, tandis que l'investissement dans l'immobilier résidentiel continue de baisser. Les exportations se sont affaiblies, en particulier concernant les biens. Bien que les revenus des ménages aient augmenté au deuxième trimestre, la consommation est restée faible. Le taux d'épargne s'est établi à 15,7 % au deuxième trimestre, bien au-dessus de sa moyenne pré-pandémique. Dans le même temps, les données récentes tirées d'enquêtes indiquent une reprise progressive des dépenses des ménages. L'économie devrait se renforcer au fil du temps, à mesure que la hausse des revenus réels permettra aux ménages de consommer davantage. L'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devrait soutenir la consommation et l'investissement, et les exportations devraient contribuer à la reprise avec la hausse de la demande mondiale.

Au vu de données disponibles plus faibles, la question se pose de plus en plus de savoir quels devraient être les moteurs de l'expansion économique prévue. Il a été souligné qu'aucune des composantes de la demande – consommation, investissement ou exportations – n'a jusqu'à présent affiché le renforcement prévu dans les projections de septembre établies par les services de la BCE. En particulier, des questions ont été soulevées concernant la croissance de l'activité économique tirée par la consommation dans les projections, les données indiquant au contraire une hausse importante du taux d'épargne. Différentes explications ont été avancées concernant la hausse du taux d'épargne, parmi elles le niveau relativement élevé des taux d'intérêt qui encourage un report de la consommation, l'épargne mise de côté pour le refinancement de prêts à taux fixe – contractés en période de taux d'intérêt très bas – à des taux d'intérêt plus élevés, ainsi que l'incertitude liée aux perspectives en matière de politiques budgétaires et la possibilité d'effets ricardiens, c'est-à-dire le fait que les personnes épargnent davantage en prévision d'une hausse des impôts pour assurer le service de la dette publique. Ces facteurs atténueraient l'impact positif qu'une augmentation des revenus disponibles réels devrait avoir sur la consommation à court terme. Dans le même temps, il a été jugé plausible qu'une augmentation du revenu disponible réel se traduise au final, avec un décalage, par une hausse de la consommation. Les indicateurs soutenant ce narratif sont la poursuite de la tendance haussière de la confiance des consommateurs, à partir toutefois de niveaux bas, la hausse des ventes au détail et la récente augmentation de la demande de crédit à la consommation. Des signes encourageants ressortent également de l'observation selon laquelle le marché de l'immobilier

résidentiel, sensible aux taux d'intérêt, a atteint un point de retournement, les prix des logements repartant à la hausse et la demande de prêts hypothécaires augmentant sensiblement.

S'agissant de la faiblesse de l'investissement, il a été souligné que celle-ci contraint non seulement la demande intérieure, mais entrave également le renforcement de l'intensité capitaliste, et qu'elle remet en cause le narratif d'un redressement rapide de la productivité intégré dans les projections. Il a été rappelé que l'investissement dépend généralement, dans une large mesure, des perspectives relatives à la demande, et que la demande est considérée comme demeurant particulièrement modérée à un moment où des facteurs géopolitiques et structurels accroissent l'incertitude entourant les exportations et le secteur manufacturier. La transmission du resserrement passé de la politique monétaire n'est donc qu'un facteur parmi d'autres freinant l'investissement. Cela signifie également que l'assouplissement de la politique monétaire à lui seul n'entraînerait pas de retournement décisif, en particulier si les causes profondes étaient structurelles, telles qu'une réglementation excessive, ou liées à l'incertitude politique. Toutefois, il a été avancé que les signes de consommation et d'investissement atones ne contredisent pas les anticipations d'un atterrissage en douceur de l'économie et que les informations disponibles ne suggèrent pas que la zone euro se dirige vers une récession.

Dans ce contexte, il a été noté que les nouvelles négatives provenaient principalement de données d'enquêtes qualitatives, tandis que les nouvelles données quantitatives ont été limitées et ont fourni des signaux contradictoires. Il a été fait référence, à cet égard, à la surprise à la hausse de la production industrielle pour août, qui contraste avec les plus faibles résultats de l'enquête auprès des directeurs d'achat pour septembre. À ce stade, les inquiétudes concernent donc principalement les risques à la baisse entourant les projections de septembre, plutôt qu'une nécessité de réviser le scénario de référence. Dans ce contexte, il a également été rappelé que les taux de croissance restent dispersés entre les pays de la zone euro. En particulier, il a été souligné que les facteurs défavorables auxquels est confrontée la plus grande économie de la zone euro reflètent principalement des faiblesses structurelles dans le secteur manufacturier, en lien avec des coûts de l'énergie élevés et des pertes de compétitivité-prix.

Le marché du travail a continué de résister. Le taux de chômage est resté à son niveau historiquement bas de 6,4 % en août. Toutefois, les enquêtes indiquent un ralentissement de la croissance de l'emploi et une nouvelle modération de la demande de main-d'œuvre. Il demeure donc essentiel de suivre les évolutions du marché du travail, notamment en examinant les signes de maintien de sureffectifs (qui pourraient également affecter la productivité). Les offres d'emploi sont en baisse et il a été avancé que l'atténuation associée des tensions sur le marché du travail impliquerait que les entreprises sont moins incitées à maintenir des sureffectifs. La crainte a été exprimée que, les entreprises commençant à licencier de la main d'œuvre dans certains pays, un point de basculement

puisse être atteint, même si le taux de chômage agrégé de la zone euro est resté stable jusqu'à présent, à un niveau historiquement bas, et a surpris défavorablement.

Les membres du Conseil ont réaffirmé leur souhait que les politiques budgétaires et structurelles visent à améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Cela contribuerait à élever la croissance potentielle et à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. À cette fin, il est essentiel de donner suite rapidement, à travers des politiques structurelles concrètes et ambitieuses, aux propositions de Mario Draghi pour renforcer la compétitivité européenne, et à celles d'Enrico Letta sur l'avenir du marché intérieur. La mise en œuvre intégrale, transparente et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'Union européenne aiderait les pouvoirs publics à réduire les déficits budgétaires et les ratios de dette de manière durable. Il appartient aux gouvernements de prendre ces sujets à bras le corps dans leurs plans à moyen terme concernant les politiques budgétaires et structurelles.

Il a été noté que le cadre de gouvernance budgétaire réformé permet un équilibre approprié entre l'assainissement budgétaire et les investissements nécessaires dans des réformes favorables à la croissance. Les projets de plans budgétaires sont actuellement soumis à la Commission européenne et devraient être évalués de près à temps pour la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre. Des inquiétudes ont été exprimées sur le fait que la nature pluriannuelle des programmes et l'accent mis sur les années à venir pourraient signifier que l'année 2024 sera marquée par des dépenses budgétaires encore excessives. Dans ce contexte, il a été rappelé que l'augmentation des dépenses et des déficits budgétaires induite par la pandémie et le choc sur les prix de l'énergie après l'invasion de l'Ukraine par la Russie était censée être temporaire et qu'une dissipation plus prononcée aurait déjà dû être observée. La marge de manœuvre budgétaire étant limitée pour l'avenir, il a été largement estimé qu'il fallait mettre encore plus l'accent sur les politiques structurelles qui stimulent l'activité économique en améliorant le potentiel de croissance.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La détérioration de la confiance pourrait empêcher la consommation et l'investissement de se redresser aussi rapidement que prévu. Plusieurs sources de risques géopolitiques, telles que la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient, pourraient amplifier ces dynamiques et perturber les approvisionnements en énergie et le commerce mondial. 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 encore la croissance de la zone euro. 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 élevée si l'économie mondiale croît plus fortement qu'attendu ou si l'assouplissement des conditions de financement et le

ralentissement de l'inflation entraînent une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement.

En ce qui concerne l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les informations disponibles concernant l'inflation montrent que le processus désinflationniste est en bonne voie. L'inflation annuelle a continué de baisser pour atteindre son niveau le plus bas depuis avril 2021, principalement en raison d'effets de base liés à l'énergie et de prix de l'énergie plus faibles que prévu. Il a été largement admis que les données disponibles depuis la réunion de septembre ont accru la confiance dans le fait qu'un processus de désinflation est en cours, et que l'inflation convergerait vers la cible à moyen terme.

En examinant les dernières informations, il a été noté que les chiffres de l'inflation totale en septembre 2024 impliqueraient une trajectoire d'inflation plus faible que prévu dans les projections de septembre établies par les services de la BCE et signaleraient donc un risque à la baisse. Cela signifie également que la cible de 2 % pourrait être atteinte plus tôt en 2025, après une « bosse » temporaire vers la fin de l'année, et va dans la même direction que les dernières anticipations des marchés et des analystes, qui prévoient une inflation inférieure à la cible en 2025. Dans le même temps, il a été observé que les faibles résultats de septembre pour l'inflation totale reflètent largement les évolutions des prix de l'énergie, réputés pour leur volatilité. Dans ce contexte, il a été souligné qu'il ne faut pas utiliser les mouvements à court terme de l'inflation totale comme indicateur des perspectives à moyen terme. En effet, les évolutions de l'inflation *core* ont été plus limitées.

Il a été mentionné que, malgré des surprises à la baisse et des résultats inférieurs à la cible, il est trop tôt pour crier victoire en termes de retour rapide et durable à la cible. Il a été fait référence au fait que la hausse des prix des services continue d'osciller à des taux proches de 4 %. Il convient d'être prudent car, même si le *momentum* de la dynamique des prix des services s'est ralenti, il demeure élevé. Dans le même temps, la hausse des prix des services reste élevée en raison de rubriques qui s'ajustent généralement lentement ou qui sont indexées sur l'inflation passée. Toutefois, cet impact haussier s'estomperait naturellement avec la convergence de l'inflation vers 2 %.

L'évaluation des perspectives de l'inflation dans les services justifie un suivi attentif des évolutions des salaires. La croissance globale des salaires a été plus faible que prévu, même si la croissance des salaires négociés devrait être élevée et volatile pendant le reste de l'année avant de se modérer en 2025. L'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE corrobore les anticipations des projections de septembre selon lesquelles les tensions sur les salaires s'atténueraient en 2025. Il a été fait référence aux scénarios de l'outil de suivi des salaires qui placent la croissance des salaires au-dessous de 3 % au second semestre 2025, ce qui implique qu'elle n'exercerait pas de pressions sur les coûts. Toutefois, il a été rappelé que la majeure partie de la modération de la croissance des salaires ne s'est pas encore matérialisée. Le ralentissement attendu de la croissance des salaires dépendra

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

également de la perception des salaires réels et de la perte accumulée de pouvoir d'achat dans les différents secteurs et pays.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note du fait que la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissaient à 2 % environ. Il a été souligné qu'en grande majorité, les participants à l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels estimaient que l'inflation serait, à long terme, proche de la cible de 2 %. Dans ce contexte, il a été avancé que les évolutions récentes des mesures de la compensation de l'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché devaient être évaluées avec prudence, car elles semblent résulter de la forte volatilité des prix de l'énergie.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé qu'il existait à la fois des risques à la hausse et à la baisse pour l'inflation. L'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les bénéfices augmentent plus qu'attendu. 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 généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires. L'inflation pourrait en revanche surprendre à la baisse si la faible confiance et les inquiétudes liées aux événements géopolitiques empêchaient le redressement aussi rapide qu'attendu de la consommation et de l'investissement, si la politique monétaire freinait la demande plus qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériorait soudainement.

Il a été avancé que les risques à la baisse pesant sur la croissance économique impliquaient des risques baissiers pour les perspectives d'inflation, reflétant une corrélation naturelle des risques, du moins dans le cas des chocs de demande. Des risques à la hausse et à la baisse subsistent, mais il a été estimé que le risque à la hausse était devenu moins intense et le risque à la baisse plus prononcé. Toutefois, il a été souligné que les conflits géopolitiques restaient une source importante de risque à la hausse en raison de leurs implications pour les prix de l'énergie, comme le montre la façon dont la volatilité des prix de l'énergie a affecté les résultats d'inflation en septembre. Il a été avancé que, hors risque géopolitique, le risque à la hausse s'était sensiblement réduit.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont noté que les taux d'intérêt de marché à plus court terme avaient diminué depuis la réunion de politique monétaire de septembre du Conseil des gouverneurs, principalement en raison de l'affaiblissement des données relatives à l'économie de la zone euro et du nouveau recul de l'inflation, mais que les intervenants de marché s'attendaient également à un cycle de réduction des taux d'intérêt moins important dans l'ensemble. Les intervenants de marché intègrent désormais une baisse de taux de 25 points de base pour la réunion d'octobre et une autre baisse de 25 points de base en décembre. L'évolution des anticipations

et du sentiment des marchés a été rapide et considérable depuis la réunion de septembre, alors que la prochaine baisse de taux n'était en général pas attendue avant décembre.

Les taux d'intérêt réels anticipés (basés sur les anticipations en matière d'inflation et de taux d'intérêt intégrées dans les anticipations des marchés) ont diminué sur l'ensemble des échéances depuis la réunion précédente, la baisse la plus prononcée se situant sur la partie courte de la courbe. Même s'ils restent positifs, les taux d'intérêt réels anticipés sont désormais relativement bas sur l'ensemble des échéances au-delà du très court terme, les taux d'intérêt réels à moyen et long terme se situant désormais largement dans la fourchette des estimations neutres. Les conditions financières plus larges se sont assouplies depuis la précédente réunion, sous l'effet de la vigueur des marchés boursiers, du resserrement des *spreads* de crédit pour les obligations d'entreprises et les obligations souveraines et du taux de change plus faible de l'euro, en plus des taux d'intérêt de marché à court terme plus bas.

La réduction des taux directeurs en septembre s'est bien transmise aux taux d'intérêt du marché monétaire et l'utilisation des opérations principales de refinancement n'a que légèrement augmenté après le resserrement de l'écart entre le taux des opérations principales de refinancement et le taux de la facilité de dépôt, qui a été considéré comme un résultat satisfaisant du changement de cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Les taux repo ont récemment augmenté par rapport au taux de la facilité de dépôt. Cela s'explique principalement par une réduction de la pénurie de garanties et par l'empreinte plus faible de l'Eurosystème sur les marchés financiers, plutôt que par la réabsorption progressive de l'excédent de liquidité. Le nouveau cadre opérationnel de l'Eurosystème a été considéré comme bien préparé pour maîtriser une augmentation potentielle de la volatilité sur les marchés monétaires. En toute hypothèse, les marchés monétaires nécessitent un suivi continu.

Les conditions de financement sont restées restrictives, bien que les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires aient légèrement baissé en août. Cela suggère que la transmission des relèvements passés des taux directeurs a progressivement commencé à s'estomper et fournit une première indication que les taux débiteurs bancaires, qui se situent à des niveaux restrictifs, devraient s'assouplir. À cet égard, il a été observé que l'assouplissement limité des taux débiteurs bancaires pouvait constituer le reflet d'un resserrement plus lent dans le système bancaire que sur les marchés financiers lorsque les taux d'intérêt avaient augmenté. En outre, la normalisation du bilan, y compris le remboursement presque complet des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et la poursuite du dénouement progressif du portefeuille d'actifs, a incité les banques à maintenir les taux sur les dépôts à un niveau élevé. Néanmoins, les banques sont susceptibles d'ajuster la structure de leur financement en

réponse à la révision des perspectives relatives aux taux d'intérêt, ce qui affecterait la vitesse de transmission de la politique monétaire.

Dans l'ensemble, les conditions d'octroi du crédit bancaire sont restées relativement restrictives, tout en montrant quelques signes d'assouplissement. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises sont demeurés inchangés au troisième trimestre, après plus de deux ans de durcissement progressif. En outre, les critères d'octroi des prêts hypothécaires se sont assouplis pour le troisième trimestre consécutif, sous l'effet notamment d'une plus grande concurrence entre les banques. La demande de prêts des entreprises a augmenté pour la première fois en deux ans, tandis que la baisse des taux d'intérêt et l'amélioration des perspectives du marché de l'immobilier résidentiel ont conduit à une forte hausse de la demande de prêts hypothécaires. Ces évolutions ont été considérées comme un signal positif pour une reprise de la croissance économique et pourraient également indiquer que les effets modérateurs des taux d'intérêt élevés s'estompent progressivement. En outre, les augmentations de la demande de prêts hypothécaires qui ont été observées constituent un premier signe que les récentes baisses de taux d'intérêt et les conditions de financement plus souples, commencent à être transmises à l'économie, étant donné la forte sensibilité du secteur de l'immobilier résidentiel aux taux d'intérêt. Il a également été suggéré que ces évolutions pourraient marquer le début d'un retournement plus durable qui pourrait contribuer à stabiliser le taux d'épargne des ménages et même commencer à le faire baisser, dans un contexte d'augmentation des prêts à la consommation. Toutefois, il a également été avancé que, même si l'enquête sur la distribution du crédit bancaire était moins négative que prévu, il était peu probable que la reprise de la demande de crédit marque un retournement majeur.

La croissance du crédit est restée atone dans l'ensemble. La croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement accélérée, pour s'établir à 0,6 % en rythme annuel en août, tandis que celle des crédits à la consommation a été plus robuste, à 3,1 %. L'activité de prêt aux entreprises continue d'être modérée, avec une croissance en rythme annuel de 0,8 % en août, après deux mois consécutifs de flux nets négatifs. Dans le même temps, alors que les entreprises sont nombreuses à dépendre des banques, elles ont réagi à l'assouplissement des conditions financières générales en recourant de plus en plus aux marchés des obligations et des actions, de sorte qu'il est important de prendre en compte leur financement externe global au-delà des prêts bancaires.

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 devenues 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.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, l'inflation en glissement annuel devrait s'accélérer dans les prochains mois, notamment parce que de fortes baisses précédentes des prix de l'énergie devraient sortir du calcul des taux annuels. Néanmoins, l'inflation devrait revenir à la cible dans le courant de l'année prochaine. La poursuite de ce processus de désinflation serait soutenue par l'atténuation des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre et par la transmission progressive du resserrement antérieur de la politique monétaire aux prix à la consommation. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées bien ancrées, autour de 2 %.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation des informations disponibles en matière d'inflation, qui montrent que le processus de désinflation est en bonne voie. L'inflation totale s'est avérée plus faible que prévu en septembre et était proche de la cible. Les risques à la hausse pour l'inflation sont désormais également considérés comme plus faibles, même s'ils persistent et nécessitent un suivi attentif. Les risques à la baisse sont plus élevés et sont affectés par une situation économique atone. Cela a été souligné par les résultats plus faibles que prévu des indicateurs de l'activité économique observés récemment. En conséquence, l'inflation atteindrait désormais probablement la cible de 2 % un peu plus tôt. Elle pourrait donc être plus faible en 2025 qu'attendu précédemment.

Un large consensus s'est donc dégagé sur le fait que la convergence de l'inflation vers la cible à moyen terme de la BCE était en bonne voie et que la configuration des risques à la hausse et à la baisse était devenue plus équilibrée. Divers points de vue ont été exprimés sur la mesure dans laquelle les perspectives de référence de l'inflation ont été affectées, mais une réévaluation plus complète sera entreprise en même temps que les projections de décembre. Les membres du Conseil auront alors une meilleure compréhension de la mesure dans laquelle le ralentissement de la croissance, s'il persiste, affecte la future trajectoire de désinflation. Il sera alors également possible de voir si la reprise tirée par la consommation qui est projetée se matérialise.

Il a été souligné que les informations disponibles étaient limitées. Elles doivent donc être considérées comme confirmant globalement les perspectives d'inflation contenues dans les projections de septembre pour 2025 et au-delà, avec seulement une légère accélération de la trajectoire de désinflation. Dans le même temps, il a été rappelé que les projections établies par les services de la BCE pour l'inflation en 2025 avaient été légèrement révisées à la hausse au cours des deux derniers exercices de projection, de sorte que les évolutions récentes pourraient n'impliquer qu'une inversion de ces révisions à la hausse. Il est peu probable que l'inflation affiche de manière persistante un niveau nettement inférieur à la cible d'inflation de 2 %, qui nécessiterait une réponse de politique monétaire durable. Cela s'explique principalement par le fait que les tendances structurelles

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

inflationnistes, telles que la fragmentation géopolitique et le changement climatique, sont susceptibles d'entraîner des chocs d'offre défavorables plus fréquents. Un tel scénario de niveau de l'inflation inférieur à la cible nécessite probablement une combinaison de facteurs qui ne sont pas encore présents. Ces facteurs incluent une croissance économique décevante qui évolue vers une entrée en récession, un affaiblissement du système financier, une dissipation des tensions sur les salaires et un déplacement vers le bas des anticipations d'inflation.

En revanche, il a également été suggéré que l'évolution des perspectives d'inflation avait été plus marquée, les récentes surprises à la baisse et les modifications rapides des anticipations de marché indiquant un risque croissant de manquer la cible par le bas courant 2025, éventuellement de façon durable, en particulier si la croissance des salaires se ralentit fortement. Ce risque pourrait désormais être considéré comme plus important que celui d'un dépassement de la cible.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil ont noté que la plupart des mesures avaient diminué ou étaient inchangées. L'inflation intérieure demeure élevée en raison de tensions sur les salaires toujours importantes dans la zone euro. Dans le même temps, il est important de prendre en considération l'éventail complet des indicateurs de l'inflation sous-jacente. Parmi ceux-ci, seule l'inflation intérieure reste nettement supérieure à 2 %, tandis que la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) demeure fermement ancrée à 2 %. Des arguments ont également été avancés en faveur d'une plus grande attention accordée à des indicateurs plus prospectifs de l'inflation sous-jacente. L'inflation *core* a baissé en septembre, même si elle demeure relativement élevée et qu'on n'observe encore que des progrès relativement limités en ce qui concerne sa tendance globale récente.

Les évolutions de l'inflation intérieure et de l'inflation *core* sont en partie liées à la persistance d'un niveau élevé de hausse des prix des services. Néanmoins, il y a eu récemment des signes positifs, ce qui peut suggérer que le pire est passé. Par exemple, pour la première fois depuis la poussée de l'inflation, les services ont enregistré peu ou pas d'inflation supplémentaire (lorsque les effets de base sont exclus) et le *momentum* de l'inflation dans le secteur des services s'est inscrit en baisse, à partir de niveaux élevés toutefois. Il a été avancé, cependant, que davantage de données seraient nécessaires pour se faire une idée plus claire et que les données clés confirmant une baisse sensible de l'inflation intérieure et de l'inflation dans le secteur des services ne seront disponibles qu'au premier semestre 2025. La dynamique des coûts salariaux reste aussi une préoccupation essentielle pour l'inflation intérieure et les pressions salariales devront faire l'objet d'un suivi attentif. Étant donné le rôle important des paiements exceptionnels et le caractère progressif de l'ajustement des salaires, en dépit de légères baisses, la croissance des salaires est encore considérable et devrait rester élevée et volatile pendant le reste de l'année. Cela étant, l'atténuation progressive des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre devrait se poursuivre, la croissance des salaires étant susceptible de se

modérer et les bénéfices amortissant en partie leurs effets sur l'inflation totale. Encore une fois, il a été souligné que les données clés confirmant un ralentissement significatif de la croissance des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre n'arriveraient probablement qu'en 2025, également compte tenu d'une croissance décevante de la productivité.

Enfin, les membres du Conseil se sont généralement mis d'accord sur le fait que la transmission de la politique monétaire à la suite du resserrement passé continuait de freiner l'activité économique, même si des signes d'assouplissement commencent déjà à être visibles, à mesure de la suppression graduelle mais continue du caractère restrictif de la politique monétaire. Les conditions financières sont demeurées restrictives et ont continué de peser globalement sur la consommation et l'investissement, et cela a exercé des pressions à la baisse sur la croissance et l'inflation. Dans le même temps, avec le récent assouplissement des conditions monétaires et financières et le récent recul des taux d'intérêt réels attendus sur une grande partie des échéances, l'orientation de la politique monétaire pourrait approcher le territoire neutre estimé plus tôt qu'envisagé précédemment.

Il a été souligné que la transmission du resserrement passé de la politique monétaire était en cours, en raison de divers décalages, même lorsque les premiers effets de l'assouplissement se sont matérialisés. De nombreux détenteurs de prêts hypothécaires à taux fixes, par exemple, n'ont pas encore vu leurs taux d'intérêt augmenter. Toutefois, les remboursements de prêts hypothécaires sont encore orientés à la hausse, même si les taux d'intérêt s'inscrivent désormais en baisse en données agrégées, car les prêts hypothécaires ont été souscrits quand les taux d'intérêt étaient très bas. Il a été suggéré que l'épargne pourrait s'être montrée plus réactive aux taux d'intérêt que ne l'impliquent les modèles estimés à partir des petites variations observées dans le passé, alors que les hausses des taux d'intérêt ont été très élevées et rapides pour contrer la récente poussée de l'inflation. Il a également été avancé que les taux d'intérêt élevés ont continué de peser sur l'investissement, même si les taux d'intérêt réel à long terme sont maintenant en territoire neutre. Dans ce contexte, la poursuite du caractère restrictif sur la partie courte de la courbe des rendements pourrait davantage freiner la demande agrégée que ne l'impliquent les modèles. Enfin, il a été souligné que la force de la transmission de la politique monétaire interagissait avec la faiblesse de l'économie, par exemple en rendant les banques plus réticentes à octroyer des prêts.

Dans le même temps, l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devrait favoriser la consommation et l'investissement à l'avenir. De premiers signes indiquent également que le récent assouplissement du caractère restrictif de la politique monétaire et l'anticipation que cet assouplissement va se poursuivre commencent à être transmis à l'économie dans le secteur du logement qui est sensible aux taux d'intérêt, en ligne avec sa réactivité rapide au début du cycle de relèvement en 2022. À plus long terme, d'autres composantes conjoncturelles telles que le secteur de la construction seront probablement soutenues et la demande plus généralement dopée par

l'assouplissement des conditions financières, alors qu'il est peu probable que les secteurs manufacturiers confrontés à des défis structurels en bénéficient autant. Cela étant, le récent assouplissement de la restriction mettra du temps à produire ses effets sur l'économie et les effets décalés des hausses de taux passées se prolongeront au-delà de fin 2024.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont examiné la proposition de M. Lane d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, 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 en abaissant le taux de la facilité de dépôt – à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire.

Les informations disponibles sur l'inflation indiquent que le processus de désinflation est en bonne voie. La confiance dans le fait que l'inflation converge au plus tôt vers la cible d'inflation à 2 % à moyen terme s'accroît. La tendance désinflationniste se renforce, devient plus solide et monte en puissance. Les récents chiffres de l'inflation sont plus faibles que prévu et sont désormais, quoique temporairement, inférieurs à la cible. Les derniers chiffres ont été vus comme la poursuite d'une série, tandis qu'il a été affirmé que la baisse enregistrée en septembre, principalement liée à des prix de l'énergie moins élevés, est insuffisante en elle-même pour justifier une baisse de taux. La croissance des salaires a évolué globalement en ligne avec les projections. On a également constaté les premiers signes d'une amélioration de l'inflation dans le secteur des services, ainsi que des indications que la hausse des prix des services et l'inflation intérieure baisseraient sensiblement au cours de l'année à venir. Parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, seule l'inflation intérieure continue d'être nettement supérieure à 2 %. La récente performance et la stabilité des projections d'inflation établies par les services de la BCE, qui se sont améliorées au cours de l'année dernière, constituent également un élément rassurant. De plus, selon plusieurs mesures, les anticipations d'inflation sont bien ancrées à environ 2 %. Dans le même temps, il est encore trop tôt pour crier victoire dans la lutte contre l'inflation, notamment parce que l'essentiel du repli de l'inflation dans le secteur des services et de la croissance des salaires ne s'est pas encore matérialisé. Il est également important de constater une configuration des salaires, de la croissance de la productivité et des marges bénéficiaires qui soit cohérente avec le fait non seulement d'atteindre la cible de 2 %, mais aussi d'y rester durablement.

Les récentes surprises à la baisse concernant les indicateurs relatifs à l'activité économique ont eu une incidence sur les perspectives d'inflation et il a été jugé important que la politique monétaire réalise son objectif principal de stabilité des prix sans causer plus de dommages que nécessaire à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

l'économie réelle. Dans ce contexte, il a été soutenu que les perspectives de croissance plus faibles reflétaient principalement des facteurs de demande structurels plutôt que conjoncturels, hors du champ de la politique monétaire.

Les considérations relatives à la gestion des risques ont été largement considérées comme un élément clef en faveur de la décision de réduire les taux d'intérêt lors de la présente réunion. En particulier, si le ralentissement signalé par les indicateurs de l'activité économique et la surprise à la baisse concernant l'inflation se révèlent temporaires, la décision de réduire les taux maintenant pourrait, *ex post*, n'être que l'anticipation d'une réduction en décembre. De ce fait, peu de risques sont associés à une réduction des taux, notamment du fait que les taux d'intérêt demeureraient en territoire restrictif et continueraient de soutenir le processus de désinflation. En revanche, si les données récentes signalent une faiblesse plus persistante, qui confirme un processus désinflationniste plus prononcé, réduire les taux aujourd'hui serait justifié en tant qu'ajustement rapide de la politique monétaire à des conditions macroéconomiques en évolution. Ce raisonnement signifie également que les risques d'une réduction des taux, potentiellement trop précoce, lors de la présente réunion, sont inférieurs aux risques d'attendre et d'agir potentiellement trop tard. Par conséquent, il a également été avancé qu'agir maintenant pourrait fournir une assurance contre les risques à la baisse susceptible de conduire à un niveau inférieur à la cible plus tard et soutenir un atterrissage en douceur. De plus, il a été indiqué que prendre maintenant la décision de réduire les taux d'intérêt était une réponse à la matérialisation des risques à la baisse identifiés dans le passé, plutôt qu'aux risques actuels ou nouveaux.

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont soutenu la proposition de M. Lane visant à réduire le caractère restrictif de la politique monétaire par une troisième baisse de taux de 25 points de base. Il s'agit d'une décision fondée sur les données, justifiée par un large éventail d'indicateurs des perspectives d'inflation allant dans le même sens. De plus, cette décision reflète une interprétation de ces tendances en matière de données et une continuité par rapport aux précédentes décisions de réduction de taux, plutôt qu'une dépendance à un point de donnée individuel quel qu'il soit. Elle est également cohérente avec les considérations de politique monétaire présentées lors de la précédente réunion, qui soulignaient que le Conseil des gouverneurs était susceptible de décider d'agir plus rapidement si les données se révélaient plus faibles qu'anticipé.

Quelques membres du Conseil ont initialement avancé qu'ils auraient préféré disposer de davantage d'informations et attendre jusqu'à décembre, où une évaluation complète des perspectives d'inflation à moyen terme serait disponible. Toutefois, ces membres ont été sensibles à l'argument d'une gestion des risques par précaution en faveur d'une réduction immédiate des taux, et se sont donc déclarés prêts à soutenir la proposition.

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 – la nécessité de n'écarter aucune option pour la période à venir a été réitérée – afin d'être libre de prendre les mesures nécessaires. Il a été souligné que la vitesse à laquelle le degré de restriction devrait être réduit dépendait de l'évolution des données disponibles, qu'il convenait de continuer à évaluer en fonction des trois éléments établis de la fonction de réaction. En particulier, la matérialisation de différents facteurs de risque pourrait accélérer ou ralentir le processus désinflationniste. Cette dépendance aux données ne correspond pas à une dépendance à des points de données. De plus, il a été avancé que plus les taux étaient proches du territoire neutre, plus il convenait de prendre garde à ce que la politique monétaire ne devienne pas elle-même un facteur de ralentissement du rythme de la désinflation.

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 17 octobre 2024](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 16-17 octobre 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
- 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 octobre 2024 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Autres participants

- Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du 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

- M. Arpa
- Mme Bénassy-Quéré
- M. Gavilán
- M. Horváth
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- Mme Mauderer
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- Mme Schembri
- M. Šiaudinis
- M. Sleijpen
- M. Šošić
- M. Tavlas
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

- M. Proissl, directeur général Communication

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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 16 janvier 2025.