

Réunion des 11 et 12 décembre 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 décembre 2024

16 janvier 2025

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel note que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 16 et 17 octobre 2024, le narratif sur les marchés financiers a évolué en raison de la montée de l'incertitude relative à la politique commerciale et économique. Les investisseurs se sont de plus en plus concentrés sur la divergence des perspectives de croissance entre la zone euro et les États-Unis. Cela s'est traduit par une divergence des évolutions des rendements obligataires et des prix des actions entre la zone euro et les États-Unis, ainsi que par un affaiblissement prononcé de l'euro vis-à-vis du dollar américain. Si les perspectives d'inflation à court terme de la zone euro intégrées dans les prix de marché se sont déplacées vers le haut, la compensation de l'inflation a diminué sur des horizons à plus long terme. Cette évolution a incité les investisseurs à s'attendre à une anticipation des baisses de taux directeurs de la BCE et à un taux terminal plus bas. En raison de ces anticipations relatives au cycle de réduction des taux, conjuguées à l'affaiblissement du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar américain et à des constellations toujours favorables de prix des actifs risqués, les conditions financières ont continué de s'assouplir.

Deux facteurs clés ont déterminé les évolutions sur les marchés financiers de la zone euro entre les deux réunions : l'élection présidentielle aux États-Unis et la montée de l'incertitude relative à la politique économique dans les deux plus grandes économies de la zone euro. Toutefois, jusqu'à présent, l'accentuation de l'incertitude macroéconomique ne s'est pas traduite par une volatilité accrue sur les marchés financiers. Au contraire, la volatilité sur les marchés a diminué depuis la précédente

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Toutefois, même dans un environnement de conditions généralement favorables sur les marchés financiers, une plus grande incertitude économique et politique pourrait avoir des implications sur le climat économique, avec des répercussions sur les prix des actifs. La faiblesse de l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la zone euro en novembre 2024 en est un bon exemple. Dans un premier temps, après la réunion de politique monétaire d'octobre du Conseil des gouverneurs, les données macroéconomiques ont systématiquement surpris à la hausse, tant aux États-Unis que dans la zone euro. Toutefois, l'indice des directeurs d'achat de novembre pour la zone euro – qui s'appuyait sur une enquête réalisée après les élections présidentielles aux États-Unis en novembre – a déçu, ramenant l'indice Citigroup de surprise économique en territoire négatif. Dans le même temps, l'indice équivalent pour les États-Unis est resté fermement en territoire positif.

L'incertitude croissante et les données macroéconomiques divergentes se sont traduites par une forte divergence des anticipations relatives à la politique monétaire. Dans la zone euro, la courbe à terme des taux OIS s'est déplacée vers le bas par rapport aux anticipations constatées au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les marchés s'attendent actuellement à une nouvelle anticipation des baisses de taux et le taux terminal attendu s'est inscrit en baisse, revenant à 1,66 % après 1,84 % au moment de la réunion d'octobre. Les participants à la campagne d'enquête de la BCE réalisée en décembre auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) s'attendent également à une anticipation de réduction des taux, mais ils n'ont pas abaissé leurs anticipations relatives au taux terminal par rapport à la campagne d'enquête d'octobre.

En revanche, la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux américains a évolué dans la direction opposée, les investisseurs ayant revu à la baisse les anticipations de nouvelles baisses des taux d'intérêt par le Système fédéral de réserve. Si, pendant la majeure partie de 2024, les investisseurs mondiaux s'attendaient à un cycle d'assouplissement globalement synchronisé entre les économies, la situation a fortement évolué, portant l'écart entre les taux terminaux attendus de la BCE et du Système fédéral de réserve à près de 200 points de base.

La divergence des taux sans risque entre la zone euro et les États-Unis est visible sur l'ensemble des échéances. Une décomposition des taux OIS dans la zone euro et aux États-Unis en variations de la compensation de l'inflation et des taux réels a montré que le principal déterminant était une divergence des taux réels.

La perception de risques à la baisse accrus pesant sur la croissance économique n'a pas exercé de pression baissière sur les anticipations d'inflation à court terme, comme le reflètent les *inflation fixings* (contrats de *swap* liés à des publications mensuelles spécifiques de la variation annuelle de l'IPCH

hors tabac de la zone euro). Les *inflation fixings* les plus récents se sont déplacés nettement vers le haut, inversant en partie la baisse précédente, et sont actuellement proches de 2 %, convergeant avec la trajectoire d'inflation implicite dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. À plus long terme, la compensation de l'inflation à cinq ans dans cinq ans a poursuivi son recul et s'établit actuellement à 2 %. Selon les éléments tirés des prix des options, les risques pesant sur l'inflation sont globalement équilibrés.

S'agissant des évolutions sur le marché des changes, la forte divergence des taux d'intérêt a été le principal déterminant du taux de change EUR/USD. La réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire de la BCE a entraîné une baisse des taux sans risque des OIS, qui s'est transmise aux marchés des obligations souveraines de la zone euro. Les rendements des obligations souveraines ont diminué dans l'ensemble des pays de la zone euro depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, plusieurs emprunteurs souverains de la zone euro ont constaté une augmentation des écarts entre leurs rendements obligataires et les taux OIS. Cela reflète principalement l'atténuation de la pénurie d'obligations souveraines, sous l'effet de la réduction des obligations détenues par l'Eurosystème à des fins de politique monétaire ainsi que des perspectives d'augmentation des émissions nettes.

Récemment, les facteurs structurels qui ont influencé les écarts de rendement des *swaps* sur actifs ont également façonné la dynamique sur le marché *repo*. Avec la réduction du bilan de l'Eurosystème et la diminution de l'excédent de liquidité, le marché *repo* s'est orienté vers un régime d'abondance de garanties, une tendance qui devrait persister en 2025. L'augmentation de la disponibilité des garanties a contribué à la convergence des taux *repo* vers le taux de la facilité de dépôt dans l'ensemble des juridictions.

La perception par les marchés de trajectoires de croissance divergentes s'est également reflétée sur les marchés des actions. Si les actions américaines ont atteint de nouveaux points hauts historiques, les prix des actions de la zone euro sont temporairement revenus à des niveaux proches de début 2024, avant de se redresser progressivement à partir de début décembre. La meilleure performance des marchés d'actions aux États-Unis est liée en particulier aux secteurs qui devraient tirer le plus grand bénéfice de la nouvelle administration américaine. Les primes de risque plus élevées dans la zone euro, conjuguées à une nouvelle baisse des primes de risque aux États-Unis, ont contribué à un écart de valorisation sans précédent entre les marchés d'actions aux États-Unis et dans la zone euro.

Les évolutions récentes sur les marchés financiers ont eu des implications sur les conditions financières globales. Dans une perspective à plus long terme, les conditions financières se sont nettement assouplies depuis la dernière hausse des taux d'intérêt décidée par le Conseil des

gouverneurs en septembre 2023 et sont actuellement proches des niveaux accommodants observés début 2019. En particulier, les taux d'intérêt réels sans risque de la zone euro ont de nouveau fortement diminué sur l'ensemble des échéances. Globalement, les évolutions récentes ont accéléré l'assouplissement des conditions financières de la zone euro, tandis que les anticipations d'inflation se sont renforcées autour de la cible d'inflation de 2 % de la BCE.

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 a rappelé que l'inflation totale s'est établie à 2,3 % en novembre, selon l'estimation rapide d'Eurostat, soit 0,3 point de pourcentage de plus qu'en octobre. Cette augmentation était attendue et reflète principalement les variations des prix de l'énergie, qui est revenue de – 4,6 % en octobre à – 1,9 % en novembre, principalement en raison d'effets de base. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,8 % en novembre, après 2,9 % en octobre. L'inflation *core* (hors énergie et produits alimentaires) est restée inchangée à 2,7 %.

Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente sont compris entre 2 % et 2,8 % lorsque l'on exclut la mesure de l'inflation intérieure. Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente ayant le pouvoir prédictif le plus élevé pour l'inflation totale suggèrent un retour durable de l'inflation à la cible. En particulier, la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) est restée à 2,0 % environ. L'indicateur relatif à l'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, s'est de nouveau légèrement ralentie. Elle est toutefois restée élevée, à 4,2 % en octobre, reflétant les fortes tensions sur les salaires et le fait que les prix de certains services sont toujours en train de s'ajuster à la poussée d'inflation récente.

Dans le même temps, les informations disponibles font état d'une modération de la dynamique de la hausse des prix des services, ce qui devrait favoriser un ralentissement de l'inflation intérieure. Le taux d'inflation pour les services en glissement sur trois mois corrigé des variations saisonnières est revenu à 2,6 % en novembre, après 3,4 % en octobre, indiquant un nouveau ralentissement du momentum. Dans le même temps, l'écart important entre la hausse des prix des services et sa tendance sous-jacente à moyen terme – capturée par le PCCI pour les services, qui s'est établi à 2,5 % – suggère que l'ajustement à la baisse de la hausse des prix des services devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Cet écart suggère que des facteurs idiosyncrasiques et non persistants contribuent au niveau actuellement élevé de la hausse des prix des services. La dernière étape pour atteindre la cible d'inflation serait une modération de la hausse des prix des services, qui devrait nettement diminuer au premier semestre 2025.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Les données récentes relatives aux salaires confirment globalement l'évaluation précédente selon laquelle les tensions sur les salaires sont élevées mais s'atténuent. Le taux de croissance de la rémunération par tête s'est ralenti pour ressortir à 4,4% au troisième trimestre, après 4,7% au deuxième trimestre, niveau inférieur de 0,1 point de pourcentage aux projections de décembre. Le taux de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est revenu de 5,2 % à 4,3 %. Les marges bénéficiaires ont continué d'amortir l'impact des coûts élevés de main-d'œuvre sur l'inflation : la croissance annuelle des bénéfices unitaires est restée négative au troisième trimestre. Les outils prospectifs de suivi des salaires continuent d'indiquer une modération significative de la croissance des salaires en 2025.

L'inflation totale devrait fluctuer autour de ses niveaux actuels à court terme, les fortes diminutions récentes des prix de l'énergie continuant de sortir du calcul des taux annuels. Elle devrait ensuite s'établir durablement autour de la cible de 2 % à moyen terme courant 2025. L'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et l'impact en cours sur les prix à la consommation du dernier resserrement de la politique monétaire de la BCE devraient contribuer à ce processus.

Selon les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,4 % en 2024, à 2,1 % en 2025 et à 1,9 % en 2026. Elle devrait ensuite atteindre 2,1 % en 2027 sous l'effet de l'expansion du système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE). Les projections continuent de tabler sur un ralentissement rapide de l'inflation *core*, de 2,9 % en 2024 à 2,3 % en 2025, puis à 1,9 % en 2026 et 2027. Comparées à l'exercice de septembre, les projections ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage en 2024 et 2025 pour l'inflation totale, et du même montant pour l'inflation *core* en 2026. Les dernières anticipations d'inflation ressortant de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) sont globalement en ligne avec les projections de décembre établies par les services de la BCE pour l'inflation totale. Les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché sont également cohérents avec un retour au plus tôt de l'inflation à la cible, tout en indiquant une réduction marquée des primes de risque sur l'inflation pour les échéances à moyen et à long terme. Cela pourrait suggérer que les marchés ont révisé à la baisse le risque de chocs d'offre défavorables futurs et révisé à la hausse le risque de chocs de demande défavorables futurs.

S'agissant de l'environnement mondial, la dynamique de la croissance mondiale est restée soutenue mais est vulnérable à l'incertitude relative à la politique commerciale. L'indice composite mondial des directeurs d'achat hors zone euro a de nouveau augmenté en novembre, ressortant à 53,2 après 52,8 en octobre, en raison d'améliorations dans les services et dans le secteur manufacturier. Les prévisions de droits de douane plus élevés pourrait soutenir les échanges de biens à court terme en entraînant une nouvelle anticipation des importations, mais la mise en œuvre de ces mesures pèserait *in fine* sur le commerce. Selon les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, le PIB mondial en volume devrait croître de 3,4 % en 2024 et de 3,5 % en 2025, avant

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

de ralentir à 3,3 % en 2026 et à 3,2 % en 2027, ces perspectives demeurant globalement inchangées par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE.

Depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, l'euro s'est déprécié de 1,2 % en termes effectifs nominaux et de 3,0 % vis-à-vis du dollar américain. Les prix du pétrole ont affiché une grande volatilité, et la courbe des taux à terme a fluctué. Mais dans l'ensemble, la courbe s'est inscrite au-dessous de celle qui était intégrée dans les projections de septembre établies par les services de la BCE et affiche un profil légèrement négatif pour les prochaines années. Les prix du gaz ont fortement augmenté, bien qu'ils aient été très bas au début de l'année et qu'ils soient restés bien inférieurs aux pics de 2022. En outre, la courbe des contrats à terme sur le gaz est orientée à la baisse, en partie en raison de l'augmentation de la capacité d'offre mondiale qui ne sera disponible qu'à l'avenir, et non dans l'immédiat. Les prix des matières premières alimentaires ont également été très volatils, augmentant de 40 % environ depuis le début de l'année.

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,4 % au troisième trimestre, dépassant les projections de septembre établies par les services de la BCE. En excluant les données irlandaises, l'économie a crû de 0,3 %. La croissance a principalement résulté de la hausse de la consommation, reflétant en partie des facteurs ponctuels ayant stimulé le tourisme pendant l'été, et de la constitution de stocks par les entreprises. Ces facteurs ont contrebalancé une contribution nette négative des échanges. Dans l'ensemble, la demande intérieure privée est restée atone, l'investissement se contractant lorsque la contribution des données irlandaises à l'agrégat de la zone euro n'est pas prise en compte. S'agissant de la production, la croissance a été tirée par les services. Le secteur manufacturier, sensible aux taux d'intérêt, a continué de se contracter, en raison de pertes de compétitivité, de prix de l'énergie toujours élevés en termes relatifs, d'une incertitude croissante, de coûts de réglementation élevés et des effets décalés du précédent resserrement de la politique monétaire.

Les informations disponibles suggèrent un ralentissement à court terme. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro a baissé, ressortant à 48,3 en novembre après 50,0 en octobre. La détérioration de l'indice PMI demeure généralisée à l'ensemble des pays et des sous-indices. L'indice PMI relatif à la production dans le secteur manufacturier est revenu à 45,1 en novembre après 45,8 en octobre. L'indice PMI prospectif relatif aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier a également diminué, indiquant une atonie des perspectives à court terme pour l'industrie. L'indice PMI relatif à l'activité dans les services a baissé au-dessous du seuil indiquant une contraction pour la première fois depuis janvier, revenant à 49,5 en novembre après 51,6 en octobre. La confiance des entreprises et des consommateurs est demeurée atone dans un environnement d'incertitude élevée, conduisant les ménages à épargner fortement et les entreprises à freiner leurs investissements. Les indicateurs mensuels suggèrent un ralentissement de la croissance de la consommation privée et une poursuite de la contraction de l'investissement dans l'immobilier.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

résidentiel et de l'investissement des entreprises. Le secteur des exportations semble s'être de nouveau affaibli.

Le marché du travail reste solide. L'emploi s'est accru de 0,2 % au troisième trimestre, surprenant une fois encore à la hausse, et le taux de chômage s'est maintenu au niveau historiquement bas de 6,3 % en octobre. Cependant, la demande de main-d'œuvre continue de se modérer. Le taux de vacance d'emploi est revenu à 2,5 % au troisième trimestre, un niveau inférieur de 0,8 point de pourcentage à son point haut, et les enquêtes font également état d'un recul des créations d'emplois pendant le quatrième trimestre.

S'agissant des politiques budgétaires, une correction significative du solde budgétaire de la zone euro a déjà été constatée après la pandémie. La réduction des déficits nationaux, comme prévu dans les projections, reflète les plans structurels et budgétaires des pays dans le cadre de gouvernance économique réformé de l'UE. Ces plans doivent effectivement être mis en œuvre.

Pour l'avenir, les conditions d'un renforcement de la croissance sont réunies sur l'horizon de projection. Selon l'évaluation des services de l'Eurosystème, si des facteurs structurels ont pesé sur l'économie de la zone euro et en particulier sur le secteur manufacturier, la faible croissance de la productivité observée depuis 2022 inclut également une composante cyclique importante. Cette composante résulte en grande partie du resserrement passé de la politique monétaire et de l'atonie de la demande extérieure. La demande intérieure devrait bénéficier de la hausse des salaires réels, de l'atténuation progressive des effets de l'orientation restrictive de la politique monétaire et de la reprise en cours de l'économie mondiale. Même si les politiques budgétaires devraient rester globalement sur une trajectoire d'assainissement, les fonds du programme *Next Generation EU* continueraient de soutenir l'investissement au cours des deux prochaines années. Sur le plan extérieur, la croissance des exportations de la zone euro devrait bénéficier du renforcement de la demande étrangère. Dans le même temps, l'incertitude relative aux échanges commerciaux s'est nettement accrue, et les effets d'une augmentation potentielle des droits de douane sur l'économie de la zone euro dépendront de l'étendue, du calendrier et de l'ampleur des mesures tarifaires et non tarifaires, ainsi que des réactions de l'UE et d'autres juridictions.

Selon les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB en volume devrait s'établir en moyenne à 0,7 % en 2024, 1,1 % en 2025, 1,4 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Par rapport aux projections de septembre, elle a été révisée à la baisse, de 0,1 point de pourcentage pour 2024, 0,2 point de pourcentage pour 2025 et 0,1 point de pourcentage pour 2026. La dernière enquête SMA indique un profil de croissance plus faible que les projections établies pour 2025, 2026 et 2027.

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont encore diminué depuis la réunion d'octobre du Conseil des gouverneurs, reflétant la détérioration perçue des perspectives économiques. S'agissant

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

de l'analyse monétaire et financière, un degré de normalisation a été observé dans la dynamique monétaire. Le taux de croissance annuel de M3 a augmenté, ressortant à 3,4 % en octobre après 2,9 % en août. La croissance de l'agrégat monétaire étroit M1 a également continué de se redresser et son taux de croissance annuel est devenu positif pour la première fois depuis décembre 2022, s'établissant à 0,2 % en octobre. Jusqu'à présent, la dynamique monétaire actuelle a résulté dans une large mesure d'importantes entrées monétaires nettes en provenance du reste du monde.

Le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite de réductions antérieures des taux d'intérêt de la BCE. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts consentis aux entreprises a été de 4,7 % en octobre, un niveau inférieur de plus d'un demi-point de pourcentage à son point haut enregistré un an auparavant. Le coût pour les entreprises du financement par endettement de marché a reculé de plus d'un point de pourcentage depuis son niveau maximal. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires a également diminué, revenant à 3,6 % en octobre, un niveau inférieur de plus d'un demi-point de pourcentage à son point haut de 2023.

Toutefois, les conditions de financement sont restées restrictives. Le coût des nouveaux crédits consentis aux entreprises est élevé d'un point de vue historique, en particulier en termes réels, et le durcissement cumulé des critères d'octroi depuis le début du cycle de relèvement reste important dans l'ensemble. Le taux moyen de l'encours de prêts hypothécaires devrait augmenter, au fur et à mesure que les prêts à taux fixe seront revalorisés à des niveaux plus élevés.

Les prêts bancaires aux entreprises ne se sont redressés que progressivement, à partir de bas niveaux, le taux de croissance annuel augmentant pour s'établir à 1,2 % en octobre. Le taux de croissance annuel des titres de créance émis par les entreprises, net des remboursements, est ressorti à 3,1 % en octobre, demeurant dans la fourchette étroite observée ces derniers mois. La progression graduelle des prêts hypothécaires s'est poursuivie, à un rythme annuel de 0,8 % en octobre.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, les informations récentes et les dernières projections indiquent que le processus de désinflation reste en bonne voie. Même si l'inflation intérieure est toujours élevée, elle devrait diminuer avec le ralentissement de la dynamique de l'inflation dans les services et l'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. Les baisses récentes des taux d'intérêt directeurs de la BCE se transmettent également progressivement aux coûts de financement, mais les conditions de financement demeurent restrictives tout au long de la chaîne de transmission, du taux de la facilité de dépôt aux taux que les intermédiaires financiers facturent aux ménages et aux entreprises. Les

services de l'Eurosystème anticipent désormais une reprise économique plus lente que dans les projections de septembre, ce qui marque un nouvel ajustement à la baisse des perspectives de croissance par rapport aux récentes campagnes de projections. Malgré un rebond de la croissance au troisième trimestre de l'année, les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent un ralentissement pour le trimestre en cours.

Dans le cadre des projections de référence de décembre, la baisse des taux directeurs et un nouvel assouplissement des conditions de financement sont des conditions préalables à une stabilisation durable de l'inflation au niveau de la cible de 2 %. M. Lane a par conséquent proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient abaissés de 25 points de base. En particulier, la décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, a été justifiée par 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.

Dans l'environnement actuel d'incertitude élevée, il est prudent de maintenir l'agilité en suivant une approche réunion par réunion et de ne pas s'engager à l'avance sur une trajectoire de taux particulière. En termes de gestion des risques, dans l'éventualité de chocs à la hausse sur les perspectives d'inflation et/ou sur la dynamique économique, l'assouplissement monétaire pourrait se poursuivre plus lentement que la trajectoire intégrée dans les projections de décembre. De même, en cas de chocs à la baisse sur les perspectives d'inflation et/ou sur la dynamique économique, il pourrait se poursuivre plus rapidement.

Même si la politique monétaire reste restrictive et pèse sur la demande, le processus de désinflation est suffisamment avancé pour ajuster l'accent mis sur la communication, en exprimant non plus la détermination de faire en sorte que l'inflation « revienne à la cible » mais l'engagement à la « stabiliser durablement à la cible ». Cette expression alternative décrit mieux la mission première du Conseil des gouverneurs sur la durée. Dans ce contexte, l'intention de maintenir les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif devrait être remplacée par un engagement dans les deux sens plus net, visant à adopter l'orientation appropriée pour stabiliser durablement l'inflation au niveau de la cible. Dans le même temps, M. Lane a proposé de préserver la continuité dans les autres éléments clés de la communication – notamment l'engagement de fixer les taux selon une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, soutenue par la fonction de réaction à trois volets – et de s'abstenir de tout engagement préalable sur le rythme et l'ampleur de l'assouplissement monétaire au cours des prochaines réunions.

Enfin, en ligne avec la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, une évaluation régulière des liens entre politique monétaire et stabilité financière a été réalisée. Elle indique que les banques de la zone euro continuent de faire preuve de résilience et peu de signes indiquent des tensions sur les marchés financiers ou d'accumulation de vulnérabilités dans le secteur financier. Les

risques pesant sur la stabilité financière demeurent toutefois élevés. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

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 pris note de l'évaluation présentée par M. Lane. L'activité mondiale a évolué mieux que prévu et, selon les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, la croissance mondiale demeure globalement solide. Les États-Unis et la Chine devraient enregistrer une croissance plus forte que dans les projections de septembre, même si leurs taux de croissance devraient légèrement s'atténuer sur l'horizon de projection. La demande étrangère adressée à la zone euro s'est redressée en 2024 et devrait croître en ligne avec l'activité mondiale sur le reste de l'horizon de projection. Le principal risque est lié à une fragmentation accrue et au protectionnisme commercial, notamment aux États-Unis. Cela pourrait freiner les échanges commerciaux et l'activité économique tout en alimentant la hausse des prix à la consommation aux États-Unis – et à l'échelle mondiale en cas de mesures de rétorsion. Malgré ce risque, l'activité mondiale devrait être restée robuste au second semestre 2024. La résilience de la croissance des échanges au troisième trimestre reflète probablement une anticipation des importations de biens dans un contexte d'incertitude entourant les politiques commerciales de la nouvelle administration américaine. Les taux de fret en conteneurs pour les exportations d'Asie vers l'Europe et les États-Unis ont augmenté au cours de l'été mais sont retombés à l'automne. Aux États-Unis, l'activité économique a été forte au troisième trimestre et devrait le rester. La croissance du PIB en volume en 2025 a été révisée à la hausse dans les projections de décembre, tandis que l'incertitude entourant les projections de référence a diminué. En Chine, l'activité s'est renforcée, soutenue par les évolutions de la consommation. Le marché de l'immobilier résidentiel a été le principal point faible et devrait continuer de peser sur la croissance dans un avenir prévisible. L'euro s'est déprécié en termes effectifs nominaux depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs. Et si les prix du pétrole sont restés globalement stables et que les prix des métaux ont diminué, les prix du gaz et des matières premières alimentaires ont augmenté. Une appréciation généralisée du dollar américain a été observée après les élections aux États-Unis, les marchés ayant commencé à intégrer moins de baisses des taux directeurs par la Réserve fédérale en 2025. La

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

divergence entre les perspectives macroéconomiques pour la zone euro et pour les États-Unis a pesé sur l'euro.

Les membres du Conseil ont souligné que l'incertitude géopolitique et économique s'est accentuée depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, en raison de l'incertitude accrue entourant les politiques américaines en matière de commerce, de migration et de défense, ainsi que l'avenir de la coopération multilatérale. Il a été souligné que les effets inflationnistes des politiques américaines annoncées au préalable devraient être plus importants aux États-Unis que dans le reste du monde. Toutefois, il a été jugé important de mieux comprendre la réaction probable de la Chine à une hausse des droits de douane qui serait probablement imposée aux produits chinois et la mesure dans laquelle cela pourrait entraîner une réorientation des exportations chinoises des États-Unis vers la zone euro. Dans le même temps, l'incertitude relative aux politiques américaines a également été accentuée par une plus grande incertitude en Europe. La France doit encore former un nouveau gouvernement stable, tandis qu'en Allemagne, des élections anticipées devraient avoir lieu en février. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont souligné l'importance des institutions européennes – avec une nouvelle Commission européenne qui vient d'être inaugurée – en tant que moteur et ancre de stabilité.

S'agissant de l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Lane. L'économie a enregistré une croissance de 0,4 % au troisième trimestre, supérieure aux anticipations et résultant principalement d'une hausse plus forte que prévu de la consommation – reflétant en partie des facteurs ponctuels qui ont stimulé le tourisme au cours de l'été – ainsi que de la constitution de stocks par les entreprises. Mais les dernières informations disponibles suggèrent que l'activité s'essouffle. Il ressort des enquêtes que l'activité manufacturière continue de se contracter et que la croissance des services s'affaiblit. Confrontées à une demande atone et à des perspectives très incertaines, les entreprises restreignent leurs dépenses d'investissement. Les exportations européennes sont également atones et il est difficile pour certains secteurs industriels européens de rester compétitifs. Dans le même temps, le marché du travail reste solide. Il a été considéré que l'économie devrait se renforcer dans le temps, mais plus lentement qu'anticipé précédemment. La progression des salaires réels devrait consolider les dépenses des ménages. Le crédit plus abordable favoriserait quant à lui la consommation et l'investissement. En l'absence d'une aggravation des tensions commerciales, les exportations devraient soutenir la reprise à mesure que la demande mondiale augmente.

Les membres du Conseil partagent largement les conclusions des dernières projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème. Toutefois, ils ont souligné que même après révision à la baisse de la croissance du PIB sur l'horizon de projection, le scénario de référence reste probablement trop optimiste. Il est fondé sur l'hypothèse que les politiques commerciales des

principaux partenaires commerciaux de l'Europe demeureraient inchangées et qu'une demande extérieure plus forte soutiendrait les exportations de la zone euro. Bien qu'il ait été pleinement admis que les projections sont raisonnables dans cette période incertaine, les politiques commerciales aux États-Unis, surtout, pourraient évoluer de manière défavorable. Alors que les effets sur la croissance de la zone euro seraient clairement négatifs, l'incidence sur l'inflation est plutôt incertaine. L'incertitude autour de la politique commerciale n'ayant pas été prise en compte directement dans les projections de référence, son impact négatif sur les perspectives n'a été que partiellement pris en compte en utilisant les prix du marché – taux d'intérêt réels, cours des actions et valeur externe de l'euro – comme hypothèses conditionnelles. L'incertitude relative à la politique commerciale est susceptible d'avoir également influencé la composante prospective de l'indice PMI le plus récent. Elle a ainsi été intégrée, au moins indirectement et partiellement, au scénario de référence.

Dans le même temps, il a été noté que les perspectives économiques à court terme pour la zone euro ont évolué globalement en ligne avec les projections de septembre, malgré l'apparition de nouveaux défis et incertitudes importants depuis lors. Alors que les enquêtes continuent à faire état d'un affaiblissement de la croissance économique, les données tirées des comptes nationaux pour le troisième trimestre ont surpris à la hausse. En particulier, la croissance de la consommation a été nettement plus forte qu'anticipé et calculé dans les projections de décembre, ce qui est cohérent avec le narratif d'une reprise tirée par la consommation. C'est ce que confirme également une confiance accrue dans le secteur du commerce de détail, ainsi que des anticipations plus élevées des consommateurs concernant les achats importants au cours des 12 prochains mois. De plus, la résilience du marché du travail a surpris une nouvelle fois, malgré des signes croissants de fléchissement dans certains pays. Les premiers signes d'un retournement sur les marchés de l'immobilier résidentiel ont également été observés, à savoir une hausse des prix des logements dans de nombreux pays et une reprise de la demande de prêts hypothécaires. De même, le financement de la dette des entreprises rebondit, en grande partie en raison d'une reprise des émissions de titres de créance, encouragée par une baisse des taux d'intérêt plus importante que celle des taux sur les prêts bancaires. En outre, la hausse des stocks des entreprises pourrait indiquer un retournement imminent du cycle des stocks, levant un frein important à la croissance. Il y a donc des signes clairs que le retrait progressif de la politique monétaire restrictive commence déjà à se transmettre aux conditions de financement et à l'économie. De plus, l'importante révision à la hausse du taux d'épargne dans les projections suggère que la croissance de la consommation pourrait s'avérer plus élevée qu'attendu, puisqu'il semble peu plausible que le taux d'épargne reste largement au-dessus de sa moyenne pré-pandémique de manière prolongée.

La composante la plus faible reste toutefois l'investissement des entreprises, qui ne montre pas encore de signes de redressement. Il a été avancé que l'économie de la zone euro demeure fragile

dans l'ensemble et que le rebond de la croissance du PIB au troisième trimestre, après une mauvaise surprise au deuxième trimestre, pourrait être temporaire. L'élan donné à la consommation pendant l'été devrait être de courte durée, ce que suggère également le ralentissement des ventes au détail en octobre. De plus, le secteur industriel continue de se contracter, et l'indicateur PMI composite total est revenu en dessous de 50 en novembre. Dans ce contexte, il a également été souligné que la croissance a été soutenue jusqu'alors par la consommation et l'investissement publics, ce qui n'est pas durable, car l'orientation budgétaire ne devrait pas être expansionniste sur l'horizon de projection. Les projections pour la croissance économique ont de nouveau été revues à la baisse, avec une révision baissière cumulée pour 2025 et 2026 d'environ 0,3 point de pourcentage par rapport aux projections de septembre. La croissance a été revue à la baisse malgré la trajectoire de réduction des taux d'intérêt prise en compte par les marchés, ce qui suggère que la politique monétaire est perçue seulement comme un facteur d'atténuation des effets de la détérioration de l'environnement macroéconomique. Certaines informations récentes indiquent une demande intérieure privée plus faible.

Dans ce contexte, il a été avancé que la reprise tirée par la consommation dans la zone euro, attendue depuis un certain temps, s'est peu concrétisée, à l'exception des signes observés au troisième trimestre. Il reste à voir si le rebond attendu de la consommation a été simplement retardé, reflétant en partie des retards en termes de rattrapage des salaires réels, ou si d'autres facteurs sont à l'œuvre. Il a été fait référence à l'analyse de la plus grande économie de la zone euro, qui suggère que la persistance du taux d'épargne élevé est due à une contribution plus importante des revenus hors travail, qui ont représenté une part notable du revenu des ménages au cours des deux dernières années. Cette source de revenus est considérée comme étant peu liée à la consommation, car elle est plus susceptible d'être épargnée. La forte incertitude est également un déterminant du taux d'épargne élevé. Au cours des trois années à venir, le taux d'épargne pourrait ainsi s'inscrire à nouveau en baisse, les revenus financiers étant susceptibles de représenter une part plus faible du revenu global. Par ailleurs, il a également été avancé que les conditions financières devraient bientôt cesser de freiner la croissance, en faisant valoir que le niveau actuel des taux d'intérêt est en réalité comparable à celui observé en 2006 et 2007, ce qui implique que les conditions financières ne devraient pas restreindre la demande agrégée dans la même mesure que par le passé. Cela étant, la forte incertitude actuelle signifie que l'épargne pourrait mettre un certain temps à se normaliser.

De plus, il a été souligné que les ménages demeurent pessimistes en ce qui concerne l'évolution de leur revenu disponible réel et plus négatifs concernant le niveau de celui-ci que ne le justifient les données disponibles. Ces perceptions erronées pourraient également expliquer pourquoi les ménages continuent à épargner davantage que par le passé, ce qui accentue la modération de la consommation. Les données tirées d'enquêtes montrent que le niveau des prix, en particulier pour les

biens achetés fréquemment, est plus important que le taux d'inflation annuel dans les perceptions d'inflation des ménages. Au cours de la période à venir, la consommation pourrait ainsi continuer à être ralentie par une faible confiance des consommateurs.

Les membres du Conseil ont exprimé une prudence similaire au sujet des perspectives d'investissement, étant peu probable que la reprise économique reçoive un soutien significatif de l'accumulation de capital, composante de la demande particulièrement sensible à un environnement incertain. De manière générale, les projections indiquent une période de croissance relativement faible, qui limiterait l'investissement dans le capital humain et physique et qui freinerait la croissance à moyen terme en réduisant la production potentielle – abaissant ainsi la « limite de vitesse » de l'activité économique. La part de l'investissement dans le PIB à la fin de l'horizon de projection serait inférieure de 2 points de pourcentage à celle de 2023, en dépit d'une forte hausse de l'investissement public.

Les membres du Conseil reconnaissent que le marché du travail est resté résilient jusqu'à présent. Le taux de chômage demeure à un niveau historiquement bas, la croissance de l'emploi se poursuivant malgré un ralentissement. La croissance de l'emploi a dépassé celle du PIB ces dernières années, et son ralentissement ne devrait pas être interprété nécessairement comme un affaiblissement du marché du travail, mais plutôt comme un retour à la relation historique entre les conditions sur le marché du travail et la croissance du PIB. Structurellement, le marché du travail de la zone euro pourrait être plus robuste qu'on ne l'estime actuellement, et sa bonne performance au cours des dernières années pourrait être cohérente avec des révisions à la baisse du taux de chômage n'accéléralant pas *l'inflation* (NAIRU), le faible niveau de chômage et la croissance relativement modérée des salaires continuant à coïncider. Dans le même temps, les flux sur le marché du travail se sont détériorés, ce qui constitue généralement le signe précoce d'une baisse de la disponibilité d'emplois vacants. Si les flux en sortie d'emploi sont plutôt stables dans l'ensemble, cette mesure masque le fait que les démissions et les licenciements évoluent généralement dans des directions opposées au cours du cycle d'activité.

Des interrogations ont été soulevées quant à la hausse projetée de la productivité du travail, qui est expliquée dans les projections par une plus grande utilisation des capacités face à l'augmentation de la demande. Un certain scepticisme a été exprimé au sujet de l'intensité du lien entre la faible productivité du travail et les facteurs conjoncturels. Dans la mesure où la faible productivité reflète également les défis structurels auxquels fait face l'économie de la zone euro, il reste à voir si le rebond de la croissance de la productivité attendu dans les projections se concrétisera véritablement. Le secteur manufacturier européen fait face à une détérioration à plus long terme de sa compétitivité, en raison des coûts élevés de l'énergie et d'autres obstacles. Cela illustre une fois de plus la difficulté de distinguer en temps réel les facteurs conjoncturels des facteurs structurels. Même si la production

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

potentielle était probablement plus élevée en 2024 et que la croissance potentielle s'est probablement ralentie à plus long terme, il convient de reconnaître qu'il existe une limite à des réévaluations plus substantielles de cette variable, car il est nécessaire de disposer de davantage de données, qui ne deviennent disponibles que progressivement.

Toutefois, il a également été avancé que l'économie est principalement marquée par une insuffisance de la demande et qu'elle ne tourne pas à son niveau potentiel – comme le suggère notamment l'excédent croissant du compte des transactions courantes –, et que de nouvelles barrières commerciales potentielles pourraient creuser davantage l'écart entre la croissance potentielle et la croissance effective. Dans ce contexte, la remarque a été faite qu'il y a lieu de s'interroger sur la logique en faveur d'un fonctionnement de l'économie en dessous de son potentiel, alors qu'une croissance durable à son potentiel faciliterait la résolution des problèmes structurels. Des investissements supplémentaires sont nécessaires pour moderniser le stock de capital, et une augmentation du nombre de personnes occupées est la meilleure manière de permettre à la population active de se reconvertir et d'acquérir les compétences requises par la nouvelle économie numérique. Une économie fonctionnant à son potentiel faciliterait également la mise en œuvre de réformes structurelles. Tandis que le défi de la croissance est en grande partie indéniablement structurel, comme l'a souligné Mario Draghi dans un récent rapport, son aspect conjoncturel ne doit pas être ignoré. Dans un contexte de recul de l'inflation et de taux d'épargne élevé, il est nécessaire de reconnaître qu'une faible demande agrégée constitue l'un des défis de la croissance, au moins à court terme.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont rappelé que les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Il est essentiel de donner suite rapidement, à travers des politiques structurelles concrètes et ambitieuses, aux propositions de Mario Draghi, en vue de renforcer la compétitivité européenne, et d'Enrico Letta, sur l'avenir du marché intérieur. Les membres du Conseil ont accueilli favorablement l'évaluation, par la Commission européenne, des plans budgétaires et structurels à moyen terme présentés par les gouvernements dans le cadre de gouvernance économique révisé de l'UE. Il appartient à présent à ces derniers de mettre en œuvre intégralement et sans délai leurs engagements au titre de ce cadre. Cela aiderait à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable, tout en donnant la priorité aux réformes favorables à la croissance et à l'investissement.

S'agissant de la politique budgétaire, il a été avancé que la future orientation de la politique budgétaire serait probablement plus accommodante qu'anticipé actuellement. Dans le contexte géopolitique actuel, il n'est pas certain que les programmes budgétaires soient pleinement mis en œuvre, notamment face aux pressions croissantes en faveur d'une hausse des dépenses relatives à la défense. Plus globalement, la politique budgétaire pourrait rester beaucoup plus souple qu'avant la

pandémie. Dans le même temps, il a été noté que l'orientation budgétaire de la zone euro reste plus restrictive que celle des États-Unis, et qu'il n'est pas clair si la politique budgétaire contribuerait, et dans quelle mesure, à la croissance économique dans la zone euro.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique sont restés orientés à la baisse. Le risque d'accentuation des frictions commerciales à l'échelle internationale pourrait peser sur la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en affaiblissant l'économie mondiale. La détérioration de la confiance pourrait empêcher la consommation et l'investissement de se redresser aussi rapidement qu'attendu. Les risques géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, pourraient amplifier ces dynamiques et perturber les approvisionnements en énergie et le commerce mondial. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettent une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont généralement approuvé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction et se sont accordés sur le fait que les nouvelles données ont renforcé la confiance dans un retour de l'inflation à la cible courant 2025. Les membres du Conseil ont exprimé leur satisfaction quant à l'efficacité des mesures de politique monétaire pour faire baisser l'inflation. L'inflation totale devrait revenir à 2 % en 2025 et fluctuer ensuite autour de la cible. S'il est largement considéré qu'il est trop tôt pour crier victoire, le retour à la cible est néanmoins en vue. Toutefois, il a été rappelé que la trajectoire de l'inflation est dans une certaine mesure aplatie par la baisse plus importante que prévu des prix de l'énergie, et également que la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est nettement plus faible que ce qui était attendu il y a quelques mois. Dans le même temps, le renchérissement du gaz et des produits alimentaires montre que de nouveaux chocs pourraient rapidement affecter les perspectives d'inflation. Il a été avancé qu'à un moment où les citoyens restent très attentifs à l'inflation, il est nécessaire d'accorder une attention particulière aux nouveaux chocs potentiellement inflationnistes frappant l'économie. La projection pour 2027 tient compte de l'impact estimé du SEQE-UE étendu. En excluant celui-ci, l'inflation reviendrait au-dessous de la cible en 2027, ce qui est jugé surprenant et principalement lié à la très faible hausse des prix de l'énergie prévue en 2027, nettement inférieure aux moyennes historiques. La hausse des prix des produits alimentaires est également supposée inférieure aux moyennes historiques, en dépit de la fréquence accrue des événements météorologiques extrêmes résultant du changement climatique. Par conséquent, il a été mentionné qu'il existait clairement des risques à la hausse pesant sur la projection relative à l'inflation pour 2027.

De plus, l'attention a été attirée sur la perspective de chocs importants sur l'offre et la demande à l'horizon considéré, qui pourraient, à plus long terme, rendre difficile le maintien de l'inflation au niveau de la cible. Il faut tenir compte du fait que le risque géopolitique, la fragmentation économique et les crises en cours liées au climat et à la nature pourraient créer des goulets d'étranglement – dont la fréquence, l'intensité et la persistance augmenteraient – au niveau de la capacité productive de l'économie. En particulier, s'agissant des éventuels chocs liés à la politique menée de l'autre côté de l'Atlantique, l'inflation pourrait être poussée nettement à la hausse via le canal du taux de change par le biais d'une appréciation du dollar, d'autant que la répercussion sur les prix a tendance à être plus rapide à la suite d'une inflation élevée, tandis que les mesures de rétorsion pourraient avoir un effet inflationniste direct sur les prix à l'importation. De plus, des goulets d'étranglement pourraient de nouveau apparaître dans les chaînes d'approvisionnement mondiales et, en agissant via le canal d'un choc d'offre sur les échanges commerciaux, pourraient l'emporter sur l'impact baissier exercé sur l'inflation par l'affaiblissement de la demande.

Dans ce contexte, il est rappelé que certaines parties de la trajectoire désinflationniste doivent encore se matérialiser et que « le travail n'est pas encore terminé », même si le « dernier kilomètre » semble s'être légèrement raccourci. En particulier, l'inflation intérieure s'est établie à 4,2 % en octobre, principalement sous l'effet d'une forte hausse des prix des services, ressortant à 4,0 % en octobre et 3,9 % en novembre. Une remarque a été formulée selon laquelle, même si le momentum de l'inflation dans les services indique un ralentissement, l'ajustement saisonnier pourrait être faussé par des modifications des profils de consommation des ménages. Par conséquent, le momentum réel pourrait être plus fort qu'indiqué par les statistiques. Une certaine prudence est également exprimée quant au signal provenant de la baisse de l'inflation *core*, qui a tendance à être volatile. Il convient plutôt d'accorder davantage d'importance à l'atténuation en cours des tensions sur les salaires. En particulier, la détente sur le marché du travail et les nouvelles informations relatives aux salaires négociés semblent confirmer le ralentissement de la croissance des salaires. Dans le même temps, la croissance de la productivité plus faible que prévu pourrait exercer des tensions à la hausse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre et donc sur l'inflation. Les projections d'inflation pour 2025 sont proches des résultats d'enquêtes et des prévisions de *Consensus Economics* au-delà du court terme. La valorisation des marchés, en revanche, intègre des anticipations d'une inflation plus faible que dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème, reflétant peut-être une vision légèrement plus pessimiste de la croissance de la zone euro à moyen terme. Au total, les risques pesant sur l'inflation semblent aller davantage dans les deux sens.

Dans le même temps, il a été avancé que les risques pesant sur l'inflation à moyen terme sont davantage orientés à la baisse, en particulier compte tenu de la probabilité plus élevée d'une croissance plus faible. Dans ce contexte, il a également été mentionné que le SEQE étendu

n'exercera probablement pas la totalité de l'impact prévu sur l'inflation, les consommateurs réaffectant leurs dépenses vers des sources d'énergie moins polluantes au fil du temps. Il est également souligné qu'une fiscalité plus élevée, comme des droits de douane et du protectionnisme, entraîne généralement un ralentissement de l'activité économique à moyen terme et exercerait *in fine* des pressions à la baisse sur l'inflation.

S'agissant de la hausse des prix des services, composante qui mérite un examen plus approfondi, il est souligné que la variation en glissement mensuel enregistrée en novembre a constitué l'une des plus fortes baisses mensuelles des prix des services depuis la pandémie. Le momentum de l'inflation dans les services s'est nettement ralenti, en particulier s'agissant des composantes sensibles aux salaires, tandis qu'en ce qui concerne celles non sensibles aux salaires, certains éléments idiosyncratiques devraient disparaître. Toutefois, une réévaluation des prix de certains services étant prévue au tournant de l'année, il ne faut pas exclure de nouvelles surprises. La plupart des variations de prix qui continuent d'exercer un impact sur l'inflation actuelle étant intervenues au premier semestre de l'année, les premiers mois de l'année prochaine devraient dévoiler des informations importantes concernant l'inflation durant le reste de l'année 2025.

Les tensions sur les salaires sont un déterminant important de la persistance de l'inflation dans les services, et la croissance des salaires demeure forte et cahoteuse. Le ralentissement de la croissance des salaires anticipé jusqu'à présent par les projections et l'outil de suivi des salaires (*wage tracker*) de la BCE doit encore être confirmé par les données quantitatives. Dans le même temps, plusieurs indicateurs suggèrent que la croissance des salaires devrait se ralentir par rapport au niveau élevé actuel. En examinant les résultats obtenus par l'outil de suivi des salaires en matière de prévision de la croissance future des salaires, il apparaît justifié d'avoir davantage confiance dans le fait que la croissance des salaires sera plus modérée à l'avenir. Cela devrait également contribuer à réduire l'inflation dans les services. Globalement, pour que l'inflation se situe durablement à 2 %, la hausse des salaires devrait se stabiliser au taux d'inflation cible, majoré de la croissance tendancielle de la productivité.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note des dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. Certaines mesures des anticipations d'inflation à moyen terme extraites des instruments de marché sont désormais revenues au-dessous de 2 %, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme se sont établies à un niveau proche de 2 %. Les anticipations d'inflation des consommateurs ont augmenté significativement en novembre, en particulier pour l'horizon à trois ans.

Dans ce contexte, s'agissant des risques pesant sur les perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont estimé que l'inflation pourrait être plus élevée si les salaires ou les profits augmentent plus que prévu. Les risques à la hausse pesant sur 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 phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. L'inflation pourrait en revanche surprendre à la baisse si la faible confiance et les inquiétudes liées aux événements géopolitiques empêchent le redressement aussi rapide qu'attendu de la consommation et de l'investissement, si la politique monétaire freine la demande plus nettement qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore soudainement. L'accentuation des frictions dans le commerce mondial pourrait rendre les perspectives d'inflation dans la zone euro plus incertaines.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont encore diminué depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'octobre, reflétant la détérioration perçue des perspectives économiques et une réévaluation des anticipations relatives aux taux directeurs. Les marchés financiers ont procédé à une réévaluation particulièrement forte après les publications récentes des indices des directeurs d'achat et s'attendent à de nouvelles baisses des taux significatives entre maintenant et l'automne prochain. Dans le contexte de l'incertitude considérable qui entoure les implications des modifications apportées aux politiques américaines, mais également des perspectives politiques intérieures incertaines, les marchés financiers traduisent les risques à la baisse par des taux réels plus bas, des prix des actions moins élevés et un affaiblissement du taux de change de l'euro.

Les réductions antérieures des taux d'intérêt, conjuguées à l'anticipation de réductions futures, ont contribué à un assouplissement des conditions de financement. Les prêts bancaires au secteur des sociétés non financières et aux ménages se redressent lentement, ce qui suggère que l'impact du resserrement passé de la politique monétaire s'atténue et que l'effet de la suppression de la politique monétaire restrictive sur la croissance du crédit commence à devenir visible. Les émissions nettes de titres de créance des entreprises, qui avaient déjà enregistré une baisse plus importante des taux d'intérêt que les prêts bancaires, se sont redressées. Les marchés de l'immobilier résidentiel montrent les premiers signes d'un retournement, avec une hausse des prix des logements et une reprise de la demande de prêts hypothécaires dans de nombreux pays.

Dans leur évaluation semestrielle de la relation entre la politique monétaire et la stabilité financière, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les banques de la zone euro demeurent résilientes et continuent d'afficher des positions de fonds propres et de liquidité solides. Dans

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

l'ensemble, les banques de la zone euro ont bien traversé la phase de politique monétaire restrictive, même si des inquiétudes persistent s'agissant de la gouvernance, de la résilience opérationnelle et de la gestion des risques, notamment en ce qui concerne les risques liés au climat et à la nature. Néanmoins, les risques pesant sur la stabilité financière demeurent élevés compte tenu des valorisations tendues sur le marché boursier américain et des risques de déréglementation financière, ainsi que de l'accroissement de l'activité mondiale dans le domaine des cryptomonnaies, qui implique les intermédiaires financiers non bancaires et, dans une moindre mesure, le secteur bancaire. Enfin, les risques géopolitiques ne sont souvent pas pleinement intégrés dans les prix par les marchés financiers jusqu'à ce qu'ils se matérialisent, ce qui pourrait conduire à une brusque réévaluation des risques et mettre en péril l'adéquation des fonds propres des banques. Il est rappelé que la politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières.

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 cités 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 des perspectives d'inflation, les membres du Conseil se montrent de plus en plus confiants dans le retour de l'inflation à la cible au premier semestre 2025, soit plus tôt que prévu dans les projections précédentes. Même si le travail du Conseil des gouverneurs n'est pas encore totalement terminé, selon les projections des services de l'Eurosystème, le retour de l'inflation au niveau de la cible se rapproche. En outre, les nouvelles projections prévoient des taux d'inflation autour de 2 % dès le deuxième trimestre 2025 et une inflation nettement plus faible à court terme que ce qui était anticipé dans les projections de septembre 2024. Il a également été noté qu'au cours des deux dernières années, les projections d'inflation établies par les services de la BCE/de l'Eurosystème ont été remarquablement précises et que, malgré le choc d'inflation important subi au cours des trois dernières années, les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées bien ancrées.

Il est toutefois clair que le Conseil des gouverneurs ne doit pas baisser la garde dans la dernière ligne droite du processus de désinflation, en particulier parce que certaines hypothèses sous-tendant les projections doivent encore être corroborées par les données quantitatives et dépendent de la

contribution apportée par la politique monétaire et de sa transmission à l'économie. De nombreux risques à la hausse et à la baisse continuent de peser sur les perspectives d'inflation, les principaux éléments des projections, tels que le redressement de la croissance de la productivité, restant à confirmer. Une incertitude entoure les politiques futures qui seront suivies par la nouvelle administration américaine – notamment l'incidence des droits de douane et des éventuelles mesures de rétorsion, l'incertitude en matière budgétaire et commerciale, l'évolution du taux de change et sa répercussion sur l'inflation. Cela vient s'ajouter aux incertitudes politiques intérieures et aux perspectives relatives aux prix de l'énergie et des produits alimentaires. Dans ce contexte, il a été rappelé que le Conseil des gouverneurs a un mandat unique, à savoir le maintien de la stabilité des prix, plutôt qu'un double mandat, qui imposerait un arbitrage entre stabilité des prix, d'une part, et considérations relatives à la croissance et à l'emploi, d'autre part – même s'il a fallu reconnaître qu'un ralentissement de l'économie pourrait impliquer de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation. Il a été remarqué que, si l'économie ne se redresse pas, la probabilité augmente que l'inflation manque la cible par le bas ultérieurement.

Le fait que les projections relatives à l'inflation en 2025 établies par les services de l'Eurosystème soient proches à la fois de la valorisation par les marchés et des résultats d'enquêtes constitue un élément rassurant. Au-delà du court terme, les marchés intègrent dans les prix une inflation plus faible que prévu dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, même si les indicateurs extraits des instruments de marché intègrent également les primes de risque, qui sont négatives à moyen terme. Cela pourrait signifier que les marchés ont une opinion concernant les perspectives d'inflation semblable à ce qui est intégré dans les projections, mais qu'ils exigent une compensation plus élevée pour les risques à la baisse à moyen terme.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la plupart des indicateurs étaient compatibles avec un retour rapide de l'inflation à la cible. La composante persistante et commune de l'inflation (PCCI), qui présente de bonnes propriétés prédictives pour l'inflation à moyen terme, a nettement diminué. Toutefois, l'inflation intérieure reste importante, principalement sous l'effet de la forte hausse des prix des services, et l'inflation *core* est également demeurée résolument élevée pendant plusieurs trimestres. Même si les données clés susceptibles de confirmer de façon probante la modération projetée de la croissance des salaires ne seront disponibles que courant 2025, l'assouplissement du marché du travail et les informations récentes sur les salaires négociés sont en ligne avec une atténuation progressive des tensions sur les coûts de la main-d'œuvre.

S'agissant de la transmission de la politique monétaire, l'orientation de politique monétaire reste restrictive, même si le taux de la facilité de dépôt a été abaissé via une série de réductions par rapport à son pic de 4 %. Du fait que certains des effets décalés du resserrement passé de la politique

monétaire continuent de se transmettre au niveau macroéconomique, les conditions de financement, y compris pour le financement par endettement de marché et le financement bancaire, demeurent aussi globalement restrictives. Le coût des nouveaux prêts pour les entreprises est élevé d'un point de vue historique, en particulier en termes réels, et le durcissement cumulé des critères d'octroi depuis le début du cycle de relèvement reste important. De plus, le taux d'intérêt moyen de l'encours de prêts hypothécaires devrait augmenter, les prêts à taux fixes étant réévalués à des niveaux plus élevés. Dans le même temps, il a été noté que, puisque les marchés financiers s'attendaient à de nouvelles baisses de taux, la structure par terme des taux sans risque réels s'était déjà alignée sur les niveaux neutres pour les échéances d'un an et plus. L'inversion du caractère restrictif de la politique monétaire au cours des derniers mois se transmet également aux conditions de financement, même si elle ne s'est pas encore pleinement répercutée, les taux d'intérêt sur les nouveaux prêts aux entreprises et aux ménages ayant commencé à baisser. L'atténuation progressive de l'orientation restrictive a commencé à atteindre l'économie réelle et devrait, à l'avenir, apporter un soutien à la croissance de la consommation et de l'investissement.

Dans le même temps, il a été noté que la sensibilité de la demande de crédit au niveau du taux d'intérêt était basse, ce qui indique que l'orientation de la politique monétaire est déjà devenue notablement moins restrictive. Selon les résultats de la dernière enquête disponible sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, qui se rapportent au troisième trimestre 2024, une grande partie des banques (93 %) a déclaré que le niveau général des taux d'intérêt n'affectait pas actuellement la demande totale de prêts ni les lignes de crédit aux entreprises. Ces résultats contrastent avec ceux d'il y a un an, lorsque près de la moitié des banques participantes avaient observé un impact, et reflètent également l'anticipation de nouvelles baisses de taux à venir.

Il a été observé que le niveau général des taux d'intérêt, notamment les coûts de financement des banques, avaient été bien plus élevés avant la crise financière mondiale qu'actuellement. Pour évaluer le caractère restrictif des conditions de financement, il est nécessaire de prendre en compte le niveau du taux d'intérêt naturel ou neutre. Il a été avancé que plusieurs facteurs sont susceptibles d'avoir entraîné un déplacement du taux vers le haut depuis l'apparition de la pandémie. Ces facteurs incluent une dette publique en hausse à travers le monde, la nécessité d'investissements majeurs pour faire face à la transition numérique et à la transition verte, ainsi que la fragmentation mondiale, qui ont contribué à une inversion de l'excès d'épargne mondiale. À l'inverse, les facteurs susceptibles de tirer le taux naturel vers le bas sont liés aux évolutions de la démographie et de la productivité, ainsi qu'à une propension plus élevée à épargner. Les évolutions de la productivité sont entourées d'une forte incertitude au vu des influences contradictoires résultant du déclin structurel du secteur manufacturier traditionnel et de la montée de l'intelligence artificielle. Globalement, même si le taux d'intérêt neutre ou naturel est un concept analytique utile, les estimations disponibles ne peuvent

constituer qu'une mesure approximative du caractère restrictif de la politique monétaire, en raison du très haut degré de l'incertitude liée au modèle et aux paramètres. Par conséquent, il a été avancé qu'une approche progressive était nécessaire pour permettre d'évaluer si les taux directeurs avaient atteint un niveau globalement neutre, en tenant correctement compte des délais de transmission.

Plus généralement, il a été jugé souhaitable de s'appuyer sur un large éventail d'approches pour estimer ou modéliser le taux naturel et évaluer le caractère restrictif de la politique monétaire, et également d'examiner l'interaction entre la production, l'inflation et les taux d'intérêt. La dynamique du crédit, en tenant compte des délais de transmission, donne également des indications sur le degré de l'orientation restrictive de la politique monétaire. Dans un système financier principalement fondé sur les banques comme la zone euro, il est également nécessaire d'évaluer les coûts de financement moyens, en prenant en compte le coût des prêts bancaires, et pas seulement le coût de financement via le marché obligataire, étant donné l'importance des banques pour les petites et moyennes entreprises.

Enfin, il a été noté que l'orientation de politique monétaire n'était pas fondée uniquement sur les taux d'intérêt, mais aussi sur la taille du bilan de l'Eurosystème, qui devrait se contracter d'environ 40 milliards d'euros par mois à partir de janvier 2025. Dans le même temps, il a été rappelé que la réduction du bilan de l'Eurosystème avait été annoncée bien à l'avance et devrait dans une grande mesure déjà être intégrée au moment de cette annonce.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont soutenu la proposition de M. Lane d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Une réduction de cette ampleur est en ligne avec un rythme contrôlé d'assouplissement et fournit une notion de la direction que prendra la trajectoire des taux d'intérêt. Tandis que les projections étaient conditionnées à une trajectoire baissière des taux directeurs qui impliquait une autre réduction en janvier, il a été réaffirmé que la dépendance aux données excluait toute certitude concernant la trajectoire future des taux d'intérêt. Un rythme mesuré de réduction des taux d'intérêt est compatible avec la notion générale selon laquelle il convient de passer davantage de « points de contrôle » (« *check points* ») pour vérifier si la désinflation demeure en bonne voie et conserver l'optionnalité de faire des ajustements en cours de route. Cette approche prudente reste nécessaire au vu des incertitudes actuelles et de l'existence d'un certain nombre de facteurs qui pourraient entraver un retour rapide de l'inflation à la cible. Néanmoins, si les projections du scénario de base pour l'inflation sont confirmées au cours des prochains mois et trimestres, une inversion progressive de l'orientation restrictive de la politique monétaire sera jugée appropriée.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Certains membres du Conseil ont noté que des arguments pouvaient aller dans le sens d'une baisse de taux de 50 points de base lors de la présente réunion et auraient préféré que l'on accorde davantage de considération à la possibilité d'une telle réduction. Ces membres ont souligné la détérioration des perspectives économiques dans la zone euro au fil de plusieurs exercices de projection successifs et ont mis l'accent sur le fait que les risques pesant sur la croissance, dans un contexte d'incertitudes politiques nombreuses au niveau tant mondial que domestique, étaient orientés à la baisse. Une réduction des taux plus importante fournirait une assurance contre les risques baissiers pesant sur la croissance. De plus, si l'économie ne se redressait pas, le risque que l'inflation s'établisse à un niveau inférieur à la cible s'accroîtrait. Cela suggère que la politique monétaire pourrait devenir trop restrictive, les taux d'intérêt demeurant relativement éloignés d'un niveau neutre. Dans ce contexte, la nécessité de signaler l'engagement du Conseil des gouverneurs envers la cible symétrique a été soulignée, ainsi que le besoin de rester vigilant afin d'empêcher la matérialisation des risques tant haussiers que baissiers qui pèsent sur l'inflation.

Dans le même temps, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait qu'une baisse de 25 points de base était appropriée à la lumière des progrès graduels mais incomplets réalisés sur la voie du retour durable de l'inflation à 2 % et au vu des risques et des incertitudes actuels. À cet égard, il a été souligné que si, comme le reflètent les projections établies par les services de l'Eurosystème, l'expansion de l'économie devait s'établir à un rythme proche de sa croissance potentielle au cours des années à venir, l'inflation ne devrait être ni nettement supérieure ni nettement inférieure à la cible de 2 %. Il a également été souligné que, dans tous les cas, la BCE avait un mandat unique de stabilité des prix, non un mandat double, et que puisque le processus de désinflation n'était pas encore achevé, il était trop tôt pour abaisser les taux d'un montant plus élevé. De plus, il a été noté qu'une réduction de 50 points de base pourrait donner le sentiment que la BCE a une opinion plus négative de l'état de l'économie que ce n'est en réalité le cas. Ce n'est pas souhaitable, à moins d'être justifié par des chocs négatifs supplémentaires. De plus, il convient de garder à l'esprit qu'avec la baisse de taux décidée lors de la réunion d'octobre, le Conseil des gouverneurs a déjà démontré son engagement à réagir à une détérioration des perspectives macroéconomiques accompagnée d'une atténuation des tensions inflationnistes en augmentant la vitesse de l'ajustement des taux d'intérêt.

Il a également été souligné que la fréquence des ajustements de prix était probablement moins élevée en situation de croissance faible ou en cas de chocs négatifs, ce qui implique une courbe de Phillips plus plate. Cela signifie que les arguments en faveur d'un ajustement de 50 points de base des taux d'intérêt ne sont pas les mêmes en phase baissière que durant le cycle de relèvement des taux. De même, un éventuel désancrage des anticipations d'inflation serait probablement moins rapide en phase baissière, même s'il pourrait se révéler plus persistant en raison du plancher des taux d'intérêt.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Par conséquent, une détérioration significative des perspectives de croissance dans un contexte de courbe de Phillips plate ne déclencherait pas nécessairement de forte baisse de l'inflation, ce qui implique que les risques baissiers pesant sur l'inflation ne sont pas très élevés. Ce raisonnement ne devrait pas exclure des actions plus fortes en cas de scénarios défavorables ou si la courbe de Phillips se pentifiait.

Les membres du Conseil ont également souligné qu'une part importante du ralentissement économique serait attribuable à des facteurs structurels auquel la politique monétaire ne peut répondre et qui doivent être traités par les gouvernements. Seule une partie du ralentissement économique a été considérée comme cyclique et dans ces conditions, une politique monétaire accommodante serait incapable de doper la croissance potentielle si, pour des raisons structurelles, les entreprises ne souhaitaient pas investir. Toutefois, il a été avancé qu'une normalisation plus rapide de la politique monétaire, visant à faire tourner l'économie à son potentiel, offrirait davantage de marge de manœuvre aux gouvernements pour remédier aux problèmes structurels. Dans le même temps, la politique monétaire est inefficace pour résoudre les faiblesses structurelles. Elle ne peut endosser la responsabilité de la croissance à long terme, qui est plutôt du ressort des gouvernements. La meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter est de réaliser la stabilité des prix, supprimant ainsi une source majeure d'incertitude.

Les membres du Conseil ont également plaidé en faveur du maintien d'une approche s'appuyant sur les données, pour déterminer, réunion par réunion, le niveau approprié des taux directeurs, en tenant compte des délais de transmission et en soulignant que la dépendance aux données ne signifiait pas seulement d'avoir une vision rétrospective, mais aussi de regarder vers l'avenir, en considérant les perspectives à moyen terme. Il a été noté que la dépendance aux données impliquait d'adopter une approche analytique, fondée non seulement sur les données quantitatives et les indicateurs tirés d'enquêtes, mais aussi sur les modèles économiques et le jugement pour établir des tendances en matière de projections de la dynamique de l'inflation et évaluer les risques qui entourent les perspectives.

S'agissant des aspects liés à la communication, les membres du Conseil ont soutenu la proposition de modification de la formulation de la déclaration de politique monétaire, qui supprime le biais de resserrement en remplaçant l'intention de « demeurer suffisamment restrictif » par un engagement allant davantage dans les deux sens à adopter l'orientation appropriée « pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de notre objectif de 2 % à moyen terme ». Il a été considéré que cette modification de la communication renforçait la baisse des taux.

Globalement, les membres du Conseil ont conclu que les propositions de modifications de la communication établissaient un bon équilibre entre la suppression de la référence au maintien du

caractère restrictif de la politique monétaire tout en évitant d'envoyer le signal que la trajectoire des ajustements des taux était prédéfinie. Dans ce contexte, la modification de la communication a été vue comme un ajustement visant à mieux refléter la fonction de réaction de la BCE au regard des circonstances récentes, plutôt qu'un changement de la manière dont la politique monétaire est menée.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition de M. Lane de mettre un terme fin 2024 au réinvestissement des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), conformément à l'intention que le Conseil des gouverneurs a exprimée lors de sa réunion de juin 2024. De plus, les membres du Conseil ont souligné qu'en décembre 2024, les banques rembourseraient les encours résiduels des fonds empruntés dans le cadre des opérations ciblées de refinancement à plus long terme, ce qui mettrait fin à cette partie du processus de normalisation du bilan.

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 décembre 2024](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

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

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

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

* Membres ne disposant pas de droit de vote en décembre 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 du Secrétariat

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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

- M. Arpa
- M. Garnier
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Horváth
- M. Kaasik
- M. Kelly
- M. Koukoularides
- M. Lünemann
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- Mme Schembri
- M. Šiaudinis
- M. Šošić
- M. Tavlás
- 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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 27 février 2025.