

Réunion des 29 et 30 janvier 2025

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 29 et le jeudi 30 janvier 2025

27 février 2025

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel note que les évolutions sur les marchés financiers observées dans la zone euro après octobre 2024 se sont inversées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 décembre 2024. L'élection présidentielle américaine en novembre a tout d'abord entraîné une baisse des rendements des obligations et des prix des actions de la zone euro. Depuis la réunion de politique monétaire de décembre, toutefois, les rendements sans risque et les prix des actifs risqués ont sensiblement augmenté et ont plus que compensé leurs baisses précédentes. Des perspectives macroéconomiques intérieures moins moroses et une hausse des perspectives du marché relatives à l'inflation dans la zone euro sous l'effet d'une augmentation des prix de l'énergie ont conduit les investisseurs à s'attendre à une trajectoire d'assouplissement des taux plus progressive de la part de la BCE.

Un rebond de l'appétence pour le risque dans la zone euro a soutenu les prix des actions et des obligations d'entreprises et contenu les écarts de rendement des obligations souveraines. Même si l'euro a également rebondi récemment par rapport au dollar américain, il reste nettement plus faible qu'avant les élections américaines.

Sur les marchés monétaires de l'euro, la fin d'année s'est déroulée sans heurts. Les conditions sur le marché monétaire au tournant de l'année se sont révélées plus favorables que prévu, avec une baisse des taux repo et un recours seulement limité des contreparties aux opérations de refinancement standard de la BCE.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Au cours de la période qui a précédé l'élection américaine et immédiatement après, les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro et aux États-Unis se sont découplés, reflétant les anticipations d'une divergence macroéconomique croissante. Toutefois, depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre, les taux d'intérêt à long terme ont nettement augmenté tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. Une évaluation des déterminants des taux à long terme de la zone euro montre que des facteurs tant intérieurs que liés aux États-Unis ont poussé les rendements à la hausse. Mais des facteurs internes – l'anticipation d'un resserrement de la politique de la BCE et des perspectives macroéconomiques moins moroses pour la zone euro – ont joué un rôle encore plus important que les retombées en provenance des États-Unis. Parmi ces facteurs figurent une diminution de la perception des risques à la baisse pesant sur la croissance économique du fait des droits de douane et un indice rapide des directeurs d'achat (PMI) pour la zone euro plus fort qu'attendu pour janvier.

Si l'on considère les taux à dix ans dans une perspective de plus long terme, depuis octobre 2022, lorsque l'inflation avait atteint un pic à 10,6 % et que les taux directeurs venaient juste de revenir en territoire positif, les taux OIS nominaux et leurs contreparties réelles ont affiché une tendance globalement stable. De ce point de vue, la hausse récente apparaît modeste et peut être considérée comme un retour à la moyenne vers la nouvelle normalité.

Une décomposition de la variation des taux OIS à dix ans depuis début 2022 montre que la forte hausse des anticipations relatives aux taux réels a constitué le principal facteur à l'origine de rendements à long terme durablement plus élevés en comparaison de la période de taux d'intérêt et d'inflation « durablement bas ». Une augmentation des primes de terme réelles dans le contexte du resserrement quantitatif a constitué un second facteur majeur. Cette augmentation est intervenue principalement en 2022. Depuis 2023, les primes de terme réelles ont affiché une tendance globalement stable, malgré une certaine volatilité. Par conséquent, la réduction effective du bilan de la BCE n'a entraîné que de légères tensions à la hausse sur les primes de terme. D'un point de vue historique, malgré leur hausse récente, les primes de terme dans la zone euro restent comprimées par rapport à la période précédant l'assouplissement quantitatif.

Depuis la réunion de décembre, les investisseurs ont revu à la hausse leurs anticipations relatives à l'inflation mesurée par l'IPCH (hors tabac) pour 2025. Les *inflation fixings* actuels (contrats de *swaps* liés à des publications mensuelles spécifiques relatives à la hausse annuelle de l'IPCH hors tabac dans la zone euro) pour cette année s'établissent au-dessus de la cible de 2 %. La hausse des prix de l'énergie a été un déterminant essentiel de la réévaluation des anticipations d'inflation à court terme. Les éléments tirés des prix des options, calculés dans l'hypothèse d'une neutralité à l'égard du risque, laissent penser que le risque pesant sur l'inflation sur les marchés financiers est devenu globalement équilibré, les indicateurs pour l'ensemble des échéances s'étant déplacés sensiblement vers le haut.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Des données d'enquêtes récentes suggèrent que les risques d'une inflation dépassant la cible de 2 % de la BCE sont réapparus. Les participants aux enquêtes estiment généralement que le risque que l'inflation soit supérieure à la cible est plus important que le risque qu'elle lui soit inférieure.

La combinaison de perspectives macroéconomiques moins moroses et de tensions plus fortes sur les prix a conduit les marchés à réévaluer la trajectoire attendue de la politique monétaire de la BCE. La valorisation des marchés suggère des anticipations d'un cycle d'assouplissement plus progressif avec un taux terminal plus élevé, excluant la probabilité d'une réduction supérieure à 25 points de base lors de l'une des prochaines réunions. Dans l'ensemble, l'ampleur des réductions attendues du taux de la facilité de dépôt en 2025 a diminué de 40 points de base environ, le taux en fin d'année ressortant actuellement à 2,08 %. Les anticipations des marchés pour 2025 sont supérieures aux anticipations médianes ressortant de l'enquête auprès des analystes monétaires. Les participants à l'enquête continuent de prévoir un cycle d'assouplissement plus rapide, avec des réductions de 25 points de base lors de chacune des quatre prochaines réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

La courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux a continué de se déplacer vers le haut, les marchés prévoyant actuellement une à deux réductions des taux de 25 points de base d'ici fin 2025. La réévaluation des rendements sur la partie courte de la courbe depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre a été plus importante dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cela se reflétera généralement aussi sur les marchés des changes. Toutefois, le taux de change EUR/USD s'est récemment découplé des taux d'intérêt, l'euro ayant initialement continué de se déprécier malgré un resserrement du différentiel de taux d'intérêt, avant de se redresser plus récemment. Les paires de devises en dollar ont été affectées par les déclarations de l'Administration américaine, qui ont exercé une pression à la hausse sur le dollar par rapport aux devises des partenaires commerciaux.

Les marchés boursiers de la zone euro ont enregistré de meilleures performances que leurs homologues américains ces dernières semaines. Une décomposition modélisée à l'aide d'un modèle standard d'actualisation des dividendes pour la zone euro montre que la hausse des rendements sans risque a pesé significativement sur les prix des actions de la zone. Toutefois, cette évolution a été plus que compensée par une hausse des dividendes, et en particulier par une compression de la prime de risque, indiquant une amélioration du sentiment des investisseurs à l'égard du risque dans la zone euro, comme cela se reflète également dans les autres prix des actifs risqués. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises ont diminué sur l'ensemble des compartiments de marché, y compris les obligations à haut rendement. Les écarts de rendement souverains par rapport au Bund allemand à dix ans sont demeurés globalement stables ou ont même légèrement diminué. Par rapport aux taux OIS, les écarts de rendement sont également restés globalement stables. L'écart de rendement Bund-OIS est revenu aux niveaux observés avant le début des achats d'actifs de grande

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

ampleur par l'Eurosystème en 2015, ce qui suggère que la prime de rareté sur le marché des emprunts publics allemands s'est, dans l'ensemble, normalisée.

Les indices des conditions financières standard pour la zone euro sont demeurés globalement stables depuis la réunion de décembre. L'impulsion à l'assouplissement provenant de la hausse des prix des actions a contrebalancé l'impulsion au resserrement résultant de la hausse des taux à court et à long terme. Malgré le rebond des taux d'intérêt sans risque réels de la zone euro, la courbe des rendements reste globalement en territoire neutre.

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 note que l'inflation totale s'est accélérée, comme attendu, atteignant 2,4 % en décembre après 2,2 % en novembre. Cette hausse reflète principalement la variation des prix de l'énergie, qui est passée de – 2,0 % en novembre à 0,1 % en décembre, pour l'essentiel en raison d'effets de base haussiers. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,6 %. L'inflation *core* est restée inchangée en décembre, à 2,7 %, le léger ralentissement de la hausse des prix des biens, revenue à 0,5 %, étant contrebalancé par une légère accélération de la hausse des prix des services, qui est ressortie à 4,0 %.

Les évolutions de la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont été compatibles avec un retour durable de l'inflation au niveau de la cible à moyen terme. La composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), qui de tous les indicateurs de l'inflation sous-jacente est celui qui a le meilleur pouvoir prédictif pour l'inflation totale future, a continué d'osciller autour de 2 % en décembre, indiquant que l'inflation totale devrait se stabiliser autour de la cible d'inflation de la BCE. L'inflation intérieure, qui suit étroitement la hausse des prix des services, s'est établie à 4,2 %, demeurant nettement supérieure à tous les autres indicateurs en décembre. Toutefois, la PCCI pour les services, qui devrait servir d'attracteur pour l'inflation dans les services et l'inflation intérieure, est revenue à 2,3 %.

L'anticipation d'une trajectoire baissière de l'inflation dans les services au cours des prochains mois est également liée à un ralentissement attendu de la croissance des salaires cette année. Les salaires se sont ajustés à la forte hausse de l'inflation observée par le passé avec un décalage important, mais l'outil de suivi des salaires de la BCE et les dernières enquêtes font état d'une atténuation des tensions salariales. Selon les derniers résultats de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les entreprises s'attendent à ce que les salaires augmentent de 3,3 % en moyenne au cours des 12 prochains mois, contre 3,5 % lors de la précédente campagne d'enquête et 4,5 % dans

l'enquête équivalente réalisée sur la même période l'année dernière. Cette évaluation est largement partagée par l'ensemble de la communauté des prévisionnistes. Consensus Economics, par exemple, prévoit un ralentissement de la croissance des salaires d'environ 1 point de pourcentage entre 2024 et 2025.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, en dépit d'une légère accélération sur les horizons plus courts. Même si, selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les anticipations d'inflation des entreprises se sont stabilisées à 3 % sur l'ensemble des horizons, celles des grandes entreprises au fait de la cible d'inflation de la BCE affichent une convergence vers 2 %. Les anticipations d'inflation des consommateurs ont légèrement augmenté récemment, en particulier sur le court terme. Cette évolution peut s'expliquer au moins en partie par leur plus grande sensibilité à l'inflation observée. Les anticipations d'inflation à court terme des professionnels ont également augmenté légèrement, comme le montrent les derniers millésimes de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et de l'enquête auprès des analystes monétaires, ainsi que les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché. Sur des horizons plus longs, toutefois, les anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels demeurent stables, à des niveaux compatibles avec la cible de 2 % à moyen terme.

L'inflation totale devrait fluctuer autour de son niveau actuel à court terme, puis se stabiliser durablement autour de la cible. L'atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et la poursuite des effets du resserrement passé de la politique monétaire devraient favoriser la convergence vers la cible d'inflation.

S'agissant de l'environnement international, l'activité économique mondiale est demeurée robuste au tournant de l'année. L'indice composite mondial des directeurs d'achat est resté stable à 53,0 au quatrième trimestre 2024, principalement en raison de la vigueur persistante du secteur des services, qui a contrebalancé la faiblesse de l'activité manufacturière.

Depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, l'euro est resté globalement stable en termes effectifs nominaux (+ 0,5 %) et par rapport au dollar (+ 0,2 %). Les prix du pétrole ont affiché une forte volatilité, mais le dernier cours, à 78 dollars le baril, n'est supérieur que de 3,5 % environ au prix au comptant à la date d'arrêt des projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème et de 2,6 % au prix au comptant observé au moment de la dernière réunion. S'agissant des prix du gaz, le prix au comptant s'établit à 48 euros par MWh, soit 2,7 % au-dessus du niveau observé à la date d'arrêt des projections de décembre et 6,8 % au-dessus de celui enregistré au moment de la dernière réunion.

Après un troisième trimestre relativement robuste, la croissance du PIB de la zone euro s'est probablement de nouveau ralentie au dernier trimestre 2024 – évolution confirmée par l'estimation

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

rapide préliminaire d'Eurostat publiée le 30 janvier à 11 heures (heure d'Europe centrale), qui donne un taux de croissance de 0 % pour ce dernier trimestre de 2024, taux révisé ultérieurement à 0,1 %. D'après les informations actuellement disponibles, la croissance de la consommation privée s'est probablement ralentie au quatrième trimestre dans un contexte de faiblesse de la confiance des consommateurs et d'incertitude accrue. L'investissement dans l'immobilier résidentiel ne s'est pas encore redressé et aucun signe d'expansion imminente de l'investissement des entreprises n'a été observé. L'activité industrielle a été atone dans tous les secteurs durant l'été et s'est encore ralentie au cours des derniers mois de 2024, la production industrielle moyenne hors construction en octobre et novembre s'établissant 0,4 %, au-dessous de son niveau du troisième trimestre. La faiblesse persistante du secteur manufacturier reflète en partie des facteurs structurels, tels que les tendances sectorielles, les pertes de compétitivité et les prix relativement élevés de l'énergie. Toutefois, les entreprises manufacturières sont également particulièrement exposées à l'incertitude accrue entourant les politiques commerciales mondiales, aux coûts des réglementations et aux conditions de financement restrictives. La production de services a augmenté au troisième trimestre, mais l'expansion s'est probablement modérée au quatrième trimestre.

Le marché du travail est robuste, le taux de chômage étant revenu à un point bas historique de 6,3 % en novembre (le chiffre pour décembre (6,3 %) et un chiffre révisé pour novembre (6,2 %) ayant été publiés plus tard dans la matinée du 30 janvier). Néanmoins, les données d'enquêtes et les estimations tirées de modèles suggèrent que la croissance de l'emploi dans la zone euro s'est probablement ralentie au quatrième trimestre.

On s'attend désormais à ce que l'orientation budgétaire de la zone euro soit équilibrée en 2025, au lieu du léger resserrement prévu dans les projections de décembre. Toutefois, les perspectives actuelles relatives à l'orientation budgétaire sont entourées d'une incertitude considérable.

L'économie de la zone euro devait rester atone à court terme. L'indice composite rapide des directeurs d'achat pour la production pour janvier a augmenté pour s'établir à 50,2, sous l'effet d'une amélioration de la production manufacturière, le taux de contraction s'étant ralenti par rapport à décembre. La publication de janvier a été supérieure de 1,7 point à la moyenne pour le quatrième trimestre, mais il n'en demeure pas moins que le secteur manufacturier enregistre une contraction depuis près de deux ans. L'indice relatif à l'activité dans les services a légèrement décéléré pour s'établir à 51,4 en janvier, restant supérieur à la moyenne de 50,9 observée au quatrième trimestre 2024, mais toujours inférieur au chiffre de 52,1 enregistré pour le troisième trimestre.

Même avec des perspectives modérées à court terme, les conditions d'une reprise restent réunies. La hausse des revenus devrait permettre une augmentation des dépenses. Le crédit plus abordable devrait également favoriser la consommation et l'investissement au fil du temps. En l'absence d'une

escalade dans les tensions commerciales, les exportations devraient également soutenir la reprise à mesure que la demande mondiale augmente.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les rendements des obligations, dans la zone euro et au niveau mondial, ont significativement augmenté depuis la dernière réunion. Dans le même temps, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des baisses antérieures des taux d'intérêt de la BCE. Les taux débiteurs sur les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages pour les contrats nouveaux ont continué de baisser en novembre. Au cours de la même période, le coût d'emprunt pour les entreprises a diminué de 15 points de base pour s'établir à 4,52 %, soit un niveau inférieur de 76 points de base au pic conjoncturel observé en octobre 2023. Le coût du financement par endettement de marché est resté à 3,6 % en novembre 2024. Les taux hypothécaires ont diminué de 8 points de base, revenant à 3,47 % depuis octobre, soit un niveau inférieur de 56 points de base au pic de novembre 2023. Toutefois, les taux d'intérêt des portefeuilles de prêts existants accordés aux entreprises et aux ménages restent élevés.

Les conditions de financement demeurent restrictives. En dépit de l'expansion du crédit, les prêts aux entreprises et aux ménages sont atones en comparaison des moyennes historiques. La croissance annuelle des prêts bancaires aux entreprises a augmenté, ressortant à 1,5 % en décembre, après 1 % en novembre, sous l'effet de flux mensuels importants. Mais elle reste bien inférieure à la moyenne historique de 4,3 % depuis janvier 1999. En revanche, la croissance des émissions de titres de créance des entreprises s'est modérée, revenant à 3,2 % en rythme annuel, après 3,6 % en novembre. Cela suggère que les entreprises ont remplacé des financements de marché à long terme par des emprunts bancaires dans un contexte de durcissement des conditions de marché et en prévision d'un accroissement des remboursements des obligations d'entreprises à long terme. La progression graduelle des prêts hypothécaires s'est poursuivie, mais reste modérée dans l'ensemble, à un rythme annuel de 1,1 % en décembre, après 0,9 % en novembre. Ce chiffre est nettement inférieur à la moyenne de long terme de 5,1 %.

D'après la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la demande de prêts des entreprises a légèrement augmenté au dernier trimestre. Dans le même temps, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont à nouveau durcis, après s'être globalement stabilisés au cours des quatre trimestres précédents. Ce nouveau durcissement des critères d'octroi pour les entreprises a été motivé par le constat par les banques d'une augmentation des risques pesant sur les perspectives économiques et par leur moindre tolérance à la prise de risque de crédit. Cela est cohérent avec les résultats de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, dans laquelle les entreprises ont fait état d'une légère baisse de la disponibilité des prêts bancaires et d'un durcissement des conditions d'octroi de prêts hors taux d'intérêt appliqués à ces prêts. S'agissant des ménages, la demande de prêts hypothécaires a fortement augmenté à mesure que les taux d'intérêt

sont devenus plus attractifs et que les perspectives pour le marché de l'immobilier résidentiel se sont améliorées. Les critères d'octroi des prêts au logement demeurent globalement inchangés.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Pour résumer, le processus de désinflation reste en cours. L'inflation a continué d'évoluer globalement en ligne avec les projections macroéconomiques et devrait revenir à la cible de 2 % à moyen terme courant 2025. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de la cible. L'inflation intérieure reste élevée, principalement du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix dans certains secteurs à la poussée inflationniste passée. Toutefois, la croissance des salaires devrait se modérer et la réduction des marges bénéficiaires amortit partiellement l'impact de la hausse des coûts salariaux sur l'inflation. Le coût des nouveaux emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des baisses récentes des taux d'intérêt de la BCE. Dans le même temps, les conditions de financement restent strictes, notamment parce que la politique monétaire reste restrictive et que les hausses des taux d'intérêt passées continuent de se transmettre à l'encours de crédits, certains prêts arrivant à échéance étant renouvelés à des taux plus élevés. L'économie reste confrontée à des facteurs défavorables, mais la hausse des revenus réels et l'atténuation progressive des effets de la politique monétaire restrictive devraient soutenir une reprise de la demande dans le temps.

S'agissant des décisions de politique monétaire prises lors de cette réunion, il a été proposé d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. En particulier, la baisse du taux de la facilité de dépôt, à travers lequel la BCE pilote l'orientation de la politique monétaire, est 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. L'alternative – maintenir le taux de la facilité de dépôt au niveau actuel de 3,00 % – freinerait excessivement la demande et serait par conséquent incompatible avec l'ensemble des trajectoires de taux qui garantissent le mieux une stabilisation durable de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

Pour l'avenir, il a été jugé prudent de maintenir l'agilité afin de pouvoir ajuster l'orientation de façon appropriée, réunion par réunion, et de ne pas s'engager à l'avance sur une trajectoire de taux particulière. En particulier, l'assouplissement monétaire pourrait se poursuivre plus lentement en cas de chocs à la hausse sur les perspectives d'inflation et/ou sur la dynamique économique. De même, en cas de chocs à la baisse sur les perspectives d'inflation et/ou sur la dynamique économique, l'assouplissement monétaire pourrait se poursuivre plus rapidement.

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 données disponibles depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs indiquent une activité mondiale robuste au quatrième trimestre 2024, avec des trajectoires divergentes entre les économies et des perspectives incertaines pour le commerce mondial. L'euro a été globalement stable et les prix des matières premières énergétiques ont augmenté. Il a été souligné que les prix du gaz sont actuellement supérieurs de 60 % à ceux de 2024, en raison de la température moyenne très douce au cours de l'hiver précédent, tandis que cet hiver s'est avéré nettement plus froid. Cela suggère que la demande de gaz pourrait rester forte, dans la mesure où les réserves doivent être reconstituées avant la prochaine saison de chauffe, maintenant les prix du gaz à un niveau élevé pour le reste de l'année. Sur les autres marchés de matières premières, les prix des métaux sont stables – contenus par la faiblesse de l'activité en Chine et l'impact négatif potentiel des droits de douane américains – tandis que les prix des produits alimentaires ont augmenté.

Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les perspectives économiques internationales demeurent très incertaines. Les États-Unis sont la seule économie avancée affichant une dynamique de croissance soutenue. Le commerce mondial pourrait être durement touché si la nouvelle administration américaine mettait en œuvre les mesures qu'elle a annoncées. Les défis auxquels est confrontée l'économie chinoise restent également visibles dans les prix. L'inflation chinoise a encore baissé du fait de la faiblesse de la demande intérieure. Dans ce contexte, il a été souligné que, quelle que soit la sévérité des nouvelles mesures commerciales américaines, la zone euro serait affectée soit indirectement par des pressions désinflationnistes, soit directement, en cas de représailles, par une inflation plus élevée. En particulier, si la Chine réorientait ses échanges commerciaux des États-Unis vers la zone euro, il serait plus facile de parvenir à une inflation plus faible dans la zone euro, mais cela aurait un impact négatif sur l'activité intérieure, en raison d'une concurrence internationale plus vive.

S'agissant de l'activité économique dans la zone euro, il a été largement reconnu que les données disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs ont été limitées et que, en amont de l'indicateur du PIB d'Eurostat pour le quatrième trimestre 2024, elles n'ont pas révélé de surprises majeures. En conséquence, il a été avancé que les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème demeurent le scénario le plus probable, les risques à la baisse pesant sur la croissance qui avaient été identifiés ne se matérialisant pas encore. L'économie de la zone euro a

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

montré des signes encourageants dans les estimations rapides de janvier relatives à l'indice des directeurs d'achat (PMI), même s'il faut reconnaître qu'en ces temps incertains, les données quantitatives semblent plus importantes que les résultats d'enquêtes. Les résultats pour le troisième trimestre ont surpris favorablement, montrant les premiers signes d'un redressement de la consommation. Les indications tirées des quelques données nationales déjà disponibles pour le quatrième trimestre montrent une contribution positive de la consommation. En dépit de toutes les incertitudes existantes, il a été jugé plausible qu'une reprise tirée par la consommation se produise dans quelques trimestres, avec un retour de l'inflation à son niveau cible, des taux directeurs globalement à des niveaux neutres et le maintien du plein emploi. En outre, les dernières informations sur les flux de crédit et les taux débiteurs suggèrent que la suppression progressive du caractère restrictif de la politique monétaire est déjà en train de se transmettre à l'économie, même si les mesures de resserrement passées continuent d'exercer des effets décalés.

Il a également été mentionné que les perspectives économiques dans les projections de décembre ont probablement été trop optimistes et que des signes de matérialisation des risques à la baisse apparaissent. Les estimations mécaniques de la BCE font état d'une croissance très faible vers la fin de l'année et, par rapport aux autres institutions, les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème ont été parmi les plus optimistes. L'attention a été attirée sur la dichotomie entre les performances des deux principales économies de la zone euro et celles du reste de la zone, dichotomie qui résulte largement de facteurs spécifiques à chaque pays.

Les prévisions récentes de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels, de l'enquête auprès des analystes monétaires et du Fonds monétaire international suggèrent une fois de plus une révision à la baisse de la croissance économique de la zone euro pour 2025 et 2026. Compte tenu de cette tendance aux révisions à la baisse, des doutes ont été exprimés quant au narratif d'une reprise économique tirée par la consommation en 2025. En outre, les projections de décembre n'ayant pas directement inclus dans le scénario de référence l'impact économique de possibles droits de douane américains, il est difficile d'être optimiste quant aux perspectives économiques. Les perspectives relatives à la demande intérieure se sont détériorées, la confiance des consommateurs demeurant faible et l'investissement ne montrant aucun signe convaincant de rebond. La contribution de la demande extérieure, qui a été le principal déterminant de la croissance au cours des deux dernières années, a également diminué depuis le printemps dernier. De plus, l'incertitude relative à de potentiels droits de douane imposés par la nouvelle administration américaine pèse davantage encore sur les perspectives. Parallèlement, la demande de main-d'œuvre s'essouffle. Le ralentissement de l'activité économique a commencé à affecter l'emploi temporaire : ces emplois ont toujours été les premiers à disparaître avec l'affaiblissement du marché du travail. Dans le même temps, malgré une détente ces derniers mois, le marché du travail reste robuste, le taux de chômage demeurant bas, à 6,3 % en

décembre. Un marché de l'emploi solide et des revenus plus élevés devraient renforcer la confiance des consommateurs et permettre une augmentation des dépenses.

Il existe toujours une forte dichotomie entre un secteur des services plus dynamique et un secteur manufacturier atone. Le secteur des services est resté robuste jusqu'à présent, l'indice des directeurs d'achat indiquant une expansion et les entreprises faisant état d'une demande solide. La mesure dans laquelle la faiblesse de l'industrie manufacturière est structurelle ou cyclique fait encore l'objet d'un débat, mais un consensus croissant s'est dégagé sur l'existence d'un important élément structurel, à savoir les coûts élevés de l'énergie et la réglementation stricte pesant sur la compétitivité des entreprises. Cela s'est également reflété dans une faible demande d'exportations, malgré la croissance robuste du commerce mondial. Tous ces facteurs ont également eu un impact négatif sur l'investissement des entreprises dans le secteur industriel. Il a été jugé important de suivre cette évolution, dans la mesure où une reprise économique durable dépend également d'une reprise de l'investissement, en particulier compte tenu des vastes besoins d'investissement à long terme de la zone euro. Les marchés du travail présentent une dichotomie comparable à celle observée dans l'économie de manière plus générale. Alors que les entreprises du secteur manufacturier commençaient à licencier des salariés, l'emploi dans le secteur des services était en hausse. Dans le même temps, des inquiétudes ont été exprimées quant au nombre de nouveaux postes vacants, qui a continué de diminuer. Cette économie à deux vitesses, caractérisée par des difficultés dans le secteur manufacturier et par la résilience des services, a été considérée comme le signe d'une faible croissance à venir, en particulier dans le contexte des tensions géopolitiques imminentes.

Dans ce contexte, l'incertitude relative à la géopolitique et à la politique commerciale devrait continuer de peser sur l'économie de la zone euro et ne devrait pas s'atténuer dans un avenir proche. Il a été souligné que si l'incertitude devait rester élevée sur une période prolongée, cela serait très différent d'un épisode d'incertitude plus court – et encore plus préjudiciable à l'investissement. Par conséquent, la reprise économique ne devrait pas recevoir beaucoup de soutien de l'investissement pendant un certain temps. En effet, si l'on exclut l'Irlande, l'investissement des entreprises de la zone euro s'est récemment contracté et aucun signe de retournement n'a été observé. Cela limiterait encore l'investissement en capital physique et humain, freinant la production potentielle à moyen terme. Toutefois, il a également été fait référence à des données tirées d'études psychologiques, qui suggèrent que l'impact d'une incertitude plus élevée pourrait diminuer au fil du temps à mesure que les perceptions et le comportement des agents s'adaptent.

Dans ce contexte, une remarque a été faite concernant l'importance de la politique monétaire et des politiques budgétaires pour permettre à l'économie de revenir à sa trajectoire de croissance passée. Les politiques économiques ont pour objectif de stabiliser l'économie, et cette stabilisation prend parfois beaucoup de temps. Après la pandémie, de nombreux indicateurs sont revenus à leurs

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

niveaux d'avant la crise, mais on n'a pas encore observé un retour aux trajectoires de croissance d'avant la crise, bien que l'écart de production se soit résorbé entre temps. Une question a été posée au sujet des faillites, qui sont en hausse dans la zone euro. Dans la mesure où des capacités de production sont détruites, l'écart de production pourrait se combler parce que la croissance potentielle de la production diminue, et non en raison d'une augmentation de la croissance réelle. Il a toutefois été noté que ces faillites augmentent à partir d'un niveau exceptionnellement faible et que les évolutions restent conformes aux régularités historiques.

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. Ils ont favorablement accueilli la boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne, qui constitue un plan d'action concret. Il a été jugé essentiel de donner suite rapidement, à travers de nouvelles 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 administrations publiques devraient respecter leurs engagements au titre du cadre de gouvernance économique de l'UE pleinement et sans délai. Cela devrait aider à réduire les déficits budgétaires et les taux d'endettement de manière durable, tout en favorisant les réformes favorables à la croissance et à l'investissement.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique sont restés orientés à la baisse. L'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, perturber les approvisionnements en énergie et peser davantage sur le commerce mondial. La croissance pourrait aussi être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire duraient plus longtemps qu'anticipé. Elle pourrait être plus forte si l'assouplissement des conditions de financement et le recul de l'inflation permettaient une reprise plus rapide de la consommation et de l'investissement intérieurs.

Sur les évolutions des prix, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation de M. Lane selon laquelle les données récentes confirment la poursuite de la désinflation et un retour à la cible courant 2025 est possible. En termes nominaux, les données n'ont pas signalé de surprise majeure depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, et les anticipations d'inflation sont restées bien ancrées. Les données récentes relatives à l'inflation se sont établies légèrement au-dessous des projections macroéconomiques de décembre, mais les prix de l'énergie sont en hausse. Pour une large part,

ces deux éléments se neutralisent. Le scénario de référence des projections de décembre pour l'inflation est donc un scénario réaliste, indiquant que l'inflation devrait converger vers la cible courant 2025. Néanmoins, il a été rappelé que pour 2027, la contribution des nouvelles hypothèses du système d'échange de quotas d'émission pousse mécaniquement les projections d'inflation des services de l'Eurosystème au-dessus de 2 %. De plus, les *fixings* de marché à des horizons plus longs suggèrent qu'il existe un risque de manquer la cible d'inflation par le bas en 2026 et 2027. Il a été souligné que de nouvelles révisions à la baisse des perspectives économiques auraient tendance à avoir un effet négatif sur les perspectives d'inflation et que le risque de manquer la cible d'inflation par le bas ne peut être ignoré.

Dans le même temps, il a été avancé que les risques pesant sur les projections d'inflation de décembre sont désormais orientés à la hausse, ce qui signifie que le retour à la cible d'inflation de 2 % pourrait prendre plus de temps que prévu précédemment. Bien qu'il ait été reconnu que la dynamique de l'inflation dans les services s'est modérée au cours des derniers mois, les perspectives d'inflation sont restées largement dépendantes de l'évolution de la composante services, qui a représenté 75 % de l'inflation totale. La hausse des prix des services a ainsi été largement perçue comme la composante clé de l'inflation à suivre au cours des prochains mois. La hausse des prix des services s'est maintenue à environ 4 % pendant plus d'un an, tandis que l'inflation *core* est également restée modérée après une baisse initiale, pour s'établir à 2,7 % environ pendant près d'un an. Cela a soulevé la question de savoir si l'inflation *core* finirait par se stabiliser : dans le passé, l'inflation dans les services et l'inflation *core* étaient généralement étroitement liées. Il a également été souligné que, de manière un peu préoccupante, le taux de hausse des prix des composantes « précurseurs » (*early movers*) des services a suivi une tendance à la hausse depuis le point bas d'avril 2024 et se situe désormais bien au-dessus de celui des composantes « suiveuses » (*followers*) et « retardataires » (*late movers*), à environ 4,6 %. Cela a partiellement remis en question le narratif qui sous-tend la décélération attendue de l'inflation dans les services. De plus, l'estimation rapide du PMI pour janvier suggère que les coûts des intrants hors main-d'œuvre, y compris les coûts liés à l'énergie et au transport maritime, ont augmenté de manière significative. La hausse dans le secteur des services a également été particulièrement marquée, ce qui s'est reflété dans l'augmentation des prix de vente des services mesurée par le PMI – et elle a probablement été également alimentée par un marché du travail tendu. Le maintien de sureffectifs étant un phénomène plus répandu dans l'industrie manufacturière, cela implique qu'un potentiel rebond de la demande et la reprise conjoncturelle associée de la productivité du travail ne modéreraient pas nécessairement les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des services dans la même mesure que dans l'industrie manufacturière.

L'un des principaux déterminants de la rigidité de l'inflation dans les services est la croissance des salaires. Même si une décélération est attendue en 2025, la croissance des salaires s'établirait encore

à 4,5 % au deuxième trimestre 2025 selon l'outil de suivi des salaires de la BCE. La transmission des salaires s'est avérée particulièrement forte dans le secteur des services et s'est produite sur une période de temps étendue, suggérant que la traduction de la décélération des salaires en un ralentissement de la hausse des prix des services pourrait prendre un certain temps. L'outil prospectif de suivi des salaires est perçu comme assez fiable, car il s'appuie sur des contrats existants, tandis qu'une attention trop importante portée aux données passées relatives aux salaires présente le risque que la politique monétaire n'agisse trop tard. C'est particulièrement probable si les risques négatifs sur la croissance finissent par affecter le marché du travail. En outre, une question a été soulevée concernant les potentielles implications pour les tensions sur les salaires de politiques plus restrictives en matière de migration de main-d'œuvre.

Dans l'ensemble, pour la période à venir, il y a des raisons de penser que l'inflation dans les services comme la croissance des salaires vont se modérer conformément au scénario de référence des projections macroéconomiques de décembre. À compter du trimestre actuel, la hausse des prix des services devrait se ralentir. Toutefois, au cours des premiers mois de l'année, un certain nombre de services devraient être réévalués, notamment dans les secteurs de l'assurance et du tourisme, et de nombreuses incertitudes entourent cette réévaluation. Il a ainsi été jugé préférable d'attendre mars, lorsque deux publications supplémentaires relatives à l'inflation et les nouvelles projections seront disponibles, pour réévaluer le scénario de référence de l'inflation contenu dans les projections macroéconomiques de décembre.

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. L'enquête sur les anticipations des consommateurs (CES) de décembre montre une nouvelle hausse des anticipations d'inflation à court terme, les anticipations d'inflation à 12 mois ayant déjà augmenté progressivement, passant de 2,4 % en septembre à 2,8 % en décembre. Les anticipations fondées sur les densités sont encore plus élevées, à 3 %, avec des risques orientés à la hausse. D'après l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les anticipations d'inflation médianes des entreprises se sont également élevées à 3 %. Néanmoins, il a été considéré comme important de se concentrer davantage sur l'évolution des anticipations d'inflation que sur leur niveau lors de l'interprétation de ces enquêtes.

Si l'on considère les risques pesant sur les perspectives d'inflation, d'agissant des mesures extraites des instruments de marché, il a été avancé que la balance des risques s'est modifiée, indiquant des risques à la hausse pour les perspectives d'inflation de décembre. Sur les marchés financiers, les *inflation fixings* pour 2025 se sont déplacés au-dessus des projections à court terme de décembre et les anticipations d'inflation sont remontées sur toutes les échéances. Dans les enquêtes auprès des marchés, les risques de dépassement de la cible ont refait surface, une plus grande part des

participants aux enquêtes prévoyant des risques de dépassement en 2025. De plus, il a été avancé que les droits de douane, leurs implications pour le taux de change et les prix de l'énergie et des produits alimentaires font peser des risques haussiers sur l'inflation.

Dans ce contexte, les membres du Conseil estiment 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 événements 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 empêchaient le redressement aussi rapide qu'attendu de la consommation et de l'investissement, si la politique monétaire freinait la demande plus fortement qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériorait soudainement. L'augmentation des frictions dans le commerce mondial pourrait accentuer l'incertitude entourant les perspectives d'inflation dans la zone euro.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par Mme Schnabel et M. Lane. Il a été noté que les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont augmenté depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre, reflétant en partie la hausse des taux sur les marchés financiers mondiaux. Dans l'ensemble, les conditions financières ont été globalement stables, la hausse des taux d'intérêt à court et long terme étant contrebalancée par la solidité des marchés des actifs risqués et par un taux de change légèrement plus faible.

Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté plus fortement que les taux à court terme, ce qui a entraîné une pentification de la courbe des rendements à l'échelle mondiale depuis l'automne dernier. Dans le même temps, il a été souligné que la hausse récente des rendements d'obligations à long terme n'apparaît pas comme particulièrement notable au regard des évolutions sur une plus longue période. Au cours des deux dernières années, les taux à long terme sont demeurés remarquablement stables, en particulier lorsqu'on tient compte de la variation prononcée des taux directeurs.

Les dynamiques des taux de marché depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre ont été similaires des deux côtés de l'Atlantique. Elles reflètent une hausse des primes de terme ainsi qu'une réévaluation des anticipations relatives aux taux. Toutefois, les contributions relatives des déterminants sous-jacents sont différentes. Aux États-Unis, un facteur à l'origine de la remontée des taux d'intérêt de marché est la hausse des anticipations d'inflation, associée à la vigueur persistante de l'économie américaine et aux préoccupations relatives à des perspectives de déficits budgétaires

plus importants. Cela a conduit les marchés à exclure certaines des baisses de taux qui avaient été prises en compte dans les anticipations relatives aux taux d'intérêt prévalant avant la réunion du Comité fédéral de l'open market en décembre 2024. L'incertitude autour des politiques adoptées par la nouvelle administration américaine a également contribué aux cessions d'obligations souveraines américaines. En Europe, les primes de terme ont représenté une grande part de la hausse des taux à long terme, ce qui s'explique par une combinaison de facteurs : des effets de contagion venus des États-Unis, des inquiétudes liées aux perspectives budgétaires et, plus largement, l'incertitude relative aux politiques intérieures et mondiales. L'attention a également été attirée sur l'effet potentiel d'un resserrement de la politique monétaire au Japon, le plus grand pays créancier du monde, les investisseurs japonais étant susceptibles de commencer à réorienter leurs fonds des investissements étrangers vers les marchés obligataires nationaux en réponse à une hausse des rendements.

La réduction passive du bilan de l'Eurosystème, les obligations arrivant à échéance n'étant plus réinvesties, a également été considérée comme exerçant progressivement des pressions à la hausse sur les primes de terme sur des horizons plus longs, même si cela n'a pas joué un rôle significatif – en particulier pour les évolutions depuis la dernière réunion. Cette réduction a été signalée largement en amont et avait déjà été prise en compte, dans une large mesure, au moment où l'arrêt des réinvestissements a été annoncé. Les portefeuilles résiduels de l'Eurosystème semblent exercer des pressions à la baisse marquées sur les rendements souverains à plus long terme par rapport à une situation dans laquelle les portefeuilles d'actifs sont absents. Il a été souligné que, même si la baisse des avoirs de banque centrale affecte les conditions financières, le resserrement quantitatif s'opère de manière progressive et fluide en arrière-plan.

Dans le cadre de la discussion sur les rendements à long terme, l'attention a été attirée sur la possibilité qu'une hausse des rendements pourrait également entraîner des risques pour la stabilité financière, en particulier au vu du niveau élevé des valorisations et de l'endettement dans l'économie mondiale. Un autre risque pour la stabilité financière est lié à la perspective d'une déréglementation plus poussée du système financier américain, y compris dans le domaine des crypto-actifs. Cela pourrait donner lieu à une accumulation des risques dans les années à venir et favoriser l'émergence d'une future crise financière.

En ce qui concerne les conditions de financement, le coût des emprunts pour les entreprises et les ménages diminue progressivement à la suite des réductions antérieures des taux d'intérêt. S'agissant des nouveaux contrats, les taux sur les prêts bancaires aux entreprises et aux ménages ont continué de baisser en novembre. Toutefois, les taux d'intérêt appliqués aux prêts existants sont restés élevés et les conditions de financement sont restées tendues.

En dépit de l'expansion du crédit, les prêts aux entreprises et aux ménages ont été modérés par rapport aux moyennes historiques. La croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est accélérée, ressortant à 1,5 % en décembre en rythme annuel, après 1,0 % en novembre. Les prêts hypothécaires ont continué d'augmenter progressivement mais sont restés faibles dans l'ensemble, avec un taux de croissance annuel de 1,1 % en décembre après 0,9 % en novembre. Néanmoins, le rythme haussier de la croissance des prêts a été encourageant et suggère que l'assouplissement monétaire commence à se transmettre par le canal du crédit bancaire. Il est également encourageant de constater l'absence d'éléments indiquant un impact négatif de la réduction de l'excédent de liquidité du système bancaire sur les conditions du crédit bancaire.

Cependant, l'enquête sur la distribution du crédit bancaire a fourni des signaux contrastés. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires ont été globalement inchangés au quatrième trimestre, après s'être assouplis pendant un certain temps, et les banques prévoient de les resserrer au prochain trimestre. Les banques ont fait état de la troisième plus forte hausse de la demande de prêts hypothécaires depuis le début de l'enquête en 2003, principalement en raison de taux d'intérêt plus attractifs, ce qui indique un retournement du marché de l'immobilier résidentiel, les prix des logements se redressant. Dans le même temps, les critères d'octroi des crédits à la consommation se sont resserrés au quatrième trimestre, les critères d'octroi des prêts aux entreprises s'étant également durcis de manière inattendue. Ce durcissement résulte largement de perceptions accrues du risque économique et d'une moindre tolérance au risque de la part des banques.

Il a été recommandé de faire preuve de prudence en se gardant de surinterpréter le resserrement des critères d'octroi des prêts aux entreprises qui ressort de la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire. La grande majorité des banques ont fait état de critères d'octroi inchangés, seule une petite part d'entre elles ayant un peu durci leurs critères et une part encore plus réduite les ayant légèrement assouplis. Toutefois, il a été rappelé que la méthodologie de l'enquête pour le calcul des pourcentages nets, qui implique généralement de retrancher un faible pourcentage de banques qui assouplissent leurs critères d'un faible pourcentage de banques qui les durcissent, est une caractéristique établie de l'enquête. De plus, cette méthodologie n'a pas nui au bon pouvoir prédictif des statistiques de pourcentages nets pour les évolutions futures en matière de prêts. En outre, les informations issues de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ont aussi été corroborées par l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, qui indique une légère diminution de la disponibilité des financements pour les entreprises. Cette enquête est désormais réalisée trimestriellement et fournit un recoupement important, sur la base des perspectives des entreprises, des informations reçues des banques.

S'agissant de la demande de prêts des entreprises, bien que l'enquête sur la distribution du crédit bancaire ait montré une légère hausse au quatrième trimestre, elle est restée globalement faible,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

en ligne avec l'atonie de l'investissement. Il a été remarqué que la hausse limitée de la demande de prêts des entreprises pourrait signifier qu'elles anticipaient de nouvelles baisses de taux et attendaient d'emprunter à des taux moins élevés. Cela suggère que la transmission des baisses des taux directeurs serait probablement plus forte à mesure que la fin du cycle de réduction des taux approche. Dans le même temps, il a été avancé que la demande de prêts consentis aux entreprises de la zone euro était principalement freinée par l'incertitude économique et géopolitique plutôt que par le niveau des taux d'intérêt.

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, les membres du Conseil se sont largement mis d'accord sur le fait que les dernières données sont globalement conformes à la trajectoire d'inflation de moyen terme intégrée dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. L'inflation a été un peu plus basse que prévu en novembre comme en décembre. Les perspectives restent fortement dépendantes de l'évolution de l'inflation dans le secteur des services, qui est restée proche de 4 % pendant plus d'une année. Toutefois, le *momentum* de l'inflation dans les services s'est ralenti ces derniers mois et on anticipe une nouvelle diminution des pressions salariales, en particulier au second semestre 2025. Les prix du pétrole et du gaz se sont révélés plus élevés qu'indiqué dans les projections de décembre et doivent être suivis avec attention, mais jusqu'à présent ils ne suggèrent pas de changement majeur du scénario de référence des projections.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation ont été considérés comme étant orientés dans les deux sens : des risques à la hausse étaient posés par les perspectives relatives aux prix de l'énergie et des produits alimentaires, un dollar plus fort et une inflation toujours persistante dans les services, et un risque à la baisse était lié à la possibilité que la croissance soit plus faible que prévu. Une incertitude considérable entoure l'effet d'éventuels droits de douane américains, mais l'impact estimé sur l'inflation dans la zone euro est faible et son sens ambigu, alors que les répercussions sur la croissance économique sont clairement négatives. De nouvelles incertitudes résultent des éventuelles pressions à la baisse provenant de la diminution des prix à l'exportation chinois.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Certains éléments suggèrent un déplacement de la balance des risques vers la hausse depuis décembre, comme le reflète, par exemple, le fait que les enquêtes de marché montrent que le risque que l'inflation manque la cible par le haut l'emporte sur le risque qu'elle la manque par le bas. Malgré une légère révision à la hausse de certaines des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes ainsi que de la compensation de l'inflation extraite des instruments de marché, les membres du Conseil ont été rassurés par le fait que les mesures à plus long terme des anticipations d'inflation sont demeurées bien ancrées à 2 %.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les évolutions de la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissaient entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de la cible. L'inflation core est restée rigide autour de 2,7 % pendant près d'un an, mais s'est également révélée plus basse que prévu. Plusieurs mesures ont continué d'afficher un certain degré de persistance, l'inflation intérieure demeurant élevée et les mesures basées sur l'exclusion se montrant rigides à des niveaux supérieurs à 2 %. De plus, la traduction de la modération salariale en une hausse plus lente des prix intérieurs et des coûts unitaires de main-d'œuvre est soumise à des décalages et fondée sur la poursuite du rôle d'amortisseur joué par les marges bénéficiaires ainsi que sur un rebond conjoncturel de la productivité du travail. Toutefois, une des principales causes de rigidité de la variation des prix intérieurs tient à l'inflation dans les services, qui est fortement influencée par la croissance des salaires, et qui devrait se ralentir courant 2025.

S'agissant de la transmission de la politique monétaire, la récente dynamique du crédit montre la bonne transmission de la politique monétaire. Le resserrement passé comme, par la suite, la suppression progressive du caractère restrictif de la politique monétaire se sont transmis aux conditions de financement, y compris les taux débiteurs et les flux de crédit. Il a été souligné que les composantes de la demande n'ont pas toutes réagi de la même manière, l'investissement des entreprises, notamment, étant freiné par une incertitude élevée et des faiblesses structurelles. Les entreprises citent largement le fait de disposer de leurs propres fonds comme raison de ne pas faire de demandes de prêts, et la raison pour laquelle elles n'investissent pas ces fonds est probablement liée aux degrés élevés d'incertitude, plutôt qu'au niveau des taux d'intérêt. Par conséquent, un investissement faible n'est pas nécessairement le signe d'une politique monétaire restrictive. Dans le même temps, il est difficile de savoir dans quelle mesure le resserrement passé doit encore se matérialiser. De même, il faudra du temps avant que l'effet du récent assouplissement de la politique monétaire n'atteigne pleinement l'économie, les prêts à taux variables eux-mêmes s'ajustant habituellement avec un décalage, ce qui est également vrai pour les dépôts.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. La décision de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel l'orientation de la politique monétaire est pilotée, est 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.

Des arguments se sont clairement exprimés en faveur d'une nouvelle baisse des taux de 25 points de base lors de cette réunion et cette mesure est soutenue par les données disponibles. Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que le processus désinflationniste était en bonne voie, tandis que les perspectives de croissance restent faibles. Même si l'objectif n'a pas encore été atteint et qu'il est toujours prévu que l'inflation demeure supérieure à la cible à court terme, la confiance dans une convergence au plus tôt et de manière durable s'est accrue, l'inflation totale comme l'inflation *core* s'étant récemment révélées inférieures aux projections de la BCE. En particulier, un retour de l'inflation à la cible de 2 % courant 2025 est en ligne avec les projections de référence de décembre établies par les services de l'Eurosystème, construites sur la base d'une trajectoire de taux d'intérêt nettement inférieure au niveau actuel de la courbe à terme.

Dans le même temps, il a été souligné que des niveaux élevés d'incertitude, la persistance de risques à la hausse pesant sur les prix de l'énergie et des produits alimentaires, un marché du travail solide et d'importantes hausses des salaires négociés, ainsi que la rigidité de la hausse des prix dans les services, appelaient à la prudence. Les risques à la hausse sont susceptibles de retarder un retour durable à la cible, tandis que les anticipations d'inflation pourraient se révéler plus fragiles après une longue période d'inflation élevée. Les entreprises ont également appris à augmenter leurs prix plus rapidement en réponse aux nouveaux chocs inflationnistes. De plus, les réactions des marchés financiers à une incertitude géopolitique accrue ou une aversion au risque plus prononcée entraînent souvent une appréciation du dollar américain et pourraient entraîner des poussées des prix de l'énergie, susceptibles de nuire aux perspectives d'inflation.

Les risques pesant sur les perspectives de croissance demeurent orientés à la baisse, ce qui implique habituellement aussi des risques à la baisse sur l'inflation à des horizons plus longs. Les perspectives concernant l'activité économique sont assombries par l'incertitude élevée résultant des tensions géopolitiques, des inquiétudes relatives aux politiques budgétaires dans la zone euro et des récentes frictions commerciales à l'échelle internationale, associées aux futures mesures que l'administration américaine est susceptible de mettre en place et qui pourraient entraîner un ralentissement de l'économie mondiale. Tant que le processus de désinflation reste enclenché, les taux directeurs pourront encore se rapprocher du taux neutre afin d'éviter de freiner inutilement l'économie.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Néanmoins, les risques liés à la croissance n'ont pas évolué à un niveau qui appellerait une accélération du mouvement vers une orientation neutre. De plus, il a été avancé qu'il convenait de faire preuve d'une plus grande prudence concernant l'ampleur et le rythme des futures réductions de taux lorsque les taux directeurs se rapprochaient du territoire neutre, compte tenu des incertitudes actuelles.

Abaisser le taux de la facilité de dépôt à 2,75 % lors de la présente réunion est également jugé approprié du point de vue de la gestion des risques. D'une part, cette réduction laisse une optionnalité suffisante pour réagir à la possible émergence de nouvelles tensions sur les prix. D'autre part, elle remédie au risque de prendre du retard dans l'inversion du caractère restrictif de la politique monétaire et évite que l'inflation ne manque la cible par le bas.

À plus long terme, il a été considéré comme prématuré que le Conseil des gouverneurs discute d'une possible zone d'atterrissage pour les taux d'intérêt directeurs de la BCE, dans la mesure où l'inflation converge durablement vers la cible. Le sentiment est largement partagé que, même avec le taux actuel de la facilité de dépôt, on pouvait estimer de façon relativement sûre que la politique monétaire était encore restrictive. Cela est également cohérent avec le fait que l'économie est relativement atone. Dans le même temps, il a été mentionné que le taux naturel ou neutre était probablement plus élevé qu'avant la pandémie, l'équilibre entre demande et offre d'épargne au plan mondial ayant évolué ces dernières années. Les principales raisons en sont les besoins d'investissement élevés et croissants au niveau mondial en vue de faire face aux transitions écologique et numérique, la flambée de la dette publique et l'accentuation de la fragmentation géopolitique, qui inversent l'excès d'épargne au niveau mondial (*savings glut*) et réduisent l'offre d'épargne. Un taux neutre plus élevé implique que, avec une nouvelle réduction des taux directeurs lors de la présente réunion, les taux d'intérêt devraient de manière plausible se rapprocher du territoire de taux neutre. Cela signifie que l'on approche du point où la politique monétaire ne pourra plus être qualifiée de restrictive.

Dans ce contexte, la remarque a été faite que, parmi les analystes de marché et les observateurs, le débat public concernant le taux naturel ou neutre s'intensifiait, les marchés essayant de jauger l'évaluation de ce taux par le Conseil des gouverneurs pour approximer le taux terminal du cycle de taux actuel. Toutefois, ce débat a été vu comme pouvant prêter à confusion. L'incertitude considérable qui entoure le niveau du taux d'intérêt naturel ou neutre a été rappelée. Même si le taux naturel pourrait en théorie constituer un point de référence à long terme pour évaluer l'orientation de la politique monétaire, il s'agit d'une variable non observable. Son utilité pratique pour piloter la politique monétaire réunion par réunion est contestable car, les estimations étant sujettes à une forte incertitude liée au modèle et aux paramètres, les intervalles de confiance sont trop larges pour donner des indications claires. De plus, le taux naturel est un concept d'équilibre (*steady state concept*),

guère applicable dans un environnement en rapide évolution, comme à l'heure actuelle, avec l'apparition continue de nouveaux chocs.

De plus, il a été mentionné qu'un encadré décrivant les dernières estimations du taux naturel établies par les services de l'Eurosystème serait publié dans le *Bulletin économique* et pré-diffusé le 7 février 2025. Cet encadré met l'accent sur la large fourchette d'estimations ponctuelles, les propriétés des modèles sous-jacents et l'importante incertitude statistique qui entoure chaque estimation ponctuelle individuelle. Il a été mentionné qu'il n'existait pas d'alternative à l'identification, par le Conseil des gouverneurs, réunion par réunion, d'une trajectoire de taux directeurs appropriée qui soit cohérente avec le fait d'atteindre la cible à moyen terme. Cette trajectoire appropriée ne peut être identifiée qu'en temps réel, en tenant compte d'un ensemble d'informations suffisamment vaste.

S'agissant de la communication, il a été largement souligné que le maintien d'une approche s'appuyant sur les données avec une totale optionalité à chaque réunion était prudent et restait justifié. Le contexte actuel d'incertitude élevée renforce encore les arguments en faveur d'une prise de décision réunion par réunion, qui ne laisse pas de place au guidage prospectif (*forward guidance*). L'approche réunion par réunion, guidée par le cadre à trois critères, sert efficacement le Conseil des gouverneurs, et les membres du Conseil sont satisfaits de la manière dont les marchés interprètent la fonction de réaction de la BCE. Il a également été souligné que la dépendance aux données n'impliquait pas d'être rétrospectif pour calibrer la politique monétaire. La politique monétaire est, par définition, prospective, car elle affecte l'inflation dans le futur et son objectif principal est défini à moyen terme. Les données prennent de nombreuses formes et toutes les informations pertinentes doivent être prise en considération rapidement.

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 30 janvier 2025](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 29-30 janvier 2025

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno
- M. Cipollone
- M. Demarco, qui remplace temporairement M. Scicluna
- M. Dolenc, sous-gouverneur de la Banka Slovenije
- M. Elderson
- M. Escrivá*
- M. Holzmann
- M. Kālis, gouverneur suppléant de la Latvijas Banka
- 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. Villeroy de Galhau
- M. Vujčić*

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en janvier 2025 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- M. Dombrovskis, commissaire**
- 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 Politique économique

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

Personnes accompagnantes

- M. Arpa
- Mme Bénassy-Quéré
- M. Debrun
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- M. Martin
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- Mme Schembri
- M. Šiaudinis
- M. Šošić

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Tavlas
- M. Ulbrich
- M. Välimäki
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 3 avril 2025.