

Réunion des 5 et 6 mars 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 5 et le jeudi 6 mars 2025

3 avril 2025

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a commencé sa présentation en indiquant que, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 29 et 30 janvier 2025, les marchés de la zone euro et des États-Unis ont évolué en sens opposé dans un environnement politique hautement volatil. Dans la zone euro, les marchés se sont concentrés sur le contexte macroéconomique à court terme, les données disponibles dans la zone surprenant favorablement. La baisse des prix de l'énergie répondant en partie à la perspective d'un cessez-le-feu en Ukraine, à un assouplissement de la politique budgétaire lié à la hausse des dépenses de défense et à un potentiel assouplissement des règles budgétaires en Allemagne a soutenu le sentiment des investisseurs. Cela contraste avec les évolutions aux États-Unis, où l'évaluation par les intervenants de marché des décisions de politique économique de la nouvelle administration américaine s'est révélée plus négative, dans un contexte de craintes que les droits de douane ne poussent les prix à la hausse et pèsent sur le sentiment des consommateurs et le climat des affaires.

Une caractéristique déconcertante des récentes évolutions sur les marchés tient à la dichotomie entre les mesures de l'incertitude entourant la politique économique et la volatilité des marchés financiers. L'incertitude sur la politique économique au niveau mondial a fortement augmenté au quatrième trimestre 2024 et a atteint un nouveau point haut historique, dépassant le pic observé au début de la pandémie de COVID-19 en 2020. En revanche, la volatilité des marchés boursiers de la zone euro et des États-Unis est restée modérée, alors qu'elle avait globalement suivi la dynamique de l'incertitude sur la politique économique ces 15 dernières années. Ce n'est que plus récemment, la perspective de droits de douane devenant plus concrète, que la volatilité sur les marchés boursiers s'est remise à augmenter à partir de bas niveaux.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Le sentiment à l'égard du risque dans la zone euro est demeuré solide et proche des niveaux records, à un niveau supérieur à ce même indicateur pour les États-Unis, qui avait nettement baissé depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de janvier. Cela reflète la divergence des évolutions macroéconomiques. L'indice Citigroup de surprise économique pour la zone euro est devenu positif en février 2025, atteignant son plus haut niveau depuis avril 2024. Cela contraste avec les évolutions observées aux États-Unis, où les surprises économiques récentes ont été négatives.

La divergence en matière d'appétence des investisseurs a été particulièrement évidente sur les marchés boursiers. Le marché boursier de la zone euro a continué d'afficher de meilleurs résultats que celui des États-Unis, enregistrant sa plus forte performance depuis le début de l'année par rapport à l'indice américain en près de dix ans. Les évolutions des marchés boursiers sont alignées avec les anticipations de bénéfices des analystes, revues à la hausse pour les entreprises européennes depuis début 2025. Dans le même temps, les estimations relatives aux bénéfices américains ont été continuellement révisées à la baisse au cours des onze dernières semaines.

La surperformance récente des actions de la zone euro résulte en partie d'un rattrapage des valorisations, étant donné que les actions de la zone euro avaient enregistré de moins bonnes performances que les actions américaines en 2024. De plus, malgré le relèvement imminent des droits de douane, le marché boursier de la zone euro a bénéficié de potentiels éléments favorables à la croissance, notamment un possible cessez-le-feu en Ukraine, la perspective accrue d'un gouvernement stable en Allemagne après les élections législatives dans ce pays et la probabilité d'une hausse des dépenses de défense dans la zone euro. Les cours des actions des entreprises sensibles aux droits de douane ont affiché des performances nettement inférieures à leurs références respectives dans les deux zones monétaires, mais avec des résultats nettement plus mauvais aux États-Unis.

La valorisation des marchés a également indiqué une divergence croissante des perspectives d'inflation entre la zone euro et les États-Unis. Dans la zone euro, l'opinion du marché quant à une désinflation progressive vers la cible de 2 % de la BCE est demeurée intacte. La compensation de l'inflation à un an dans un an est ressortie à environ 2 %, tandis que le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans un an est demeuré légèrement inférieur à 2 %. Toutefois, la compensation de l'inflation s'est déplacée vers le haut pour l'ensemble des échéances le 5 mars 2025. Aux États-Unis, la compensation de l'inflation à un an dans un an a nettement augmenté, probablement en partie parce que les négociateurs d'obligations ont intégré dans leurs prix les effets inflationnistes des droits de douane sur les prix à la consommation américains. Les indicateurs relatifs à la balance des risques pour l'inflation suggèrent que les intervenants sur les marchés financiers ont continué de juger globalement équilibrés pour l'ensemble des échéances les risques d'inflation dans la zone euro.

Les évolutions des perspectives de croissance et d'inflation se sont également reflétées dans les anticipations relatives à la politique monétaire pour la zone euro. Dans un contexte de légère baisse de la compensation de l'inflation due à la diminution des prix de l'énergie, les anticipations relatives à la politique monétaire de la BCE ont légèrement fléchi. Une réduction de 25 points de base a été totalement intégrée pour la présente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, tandis que les marchés jugent incertaine une nouvelle baisse de taux lors de la prochaine réunion. Plus récemment, au moment de la réunion, les investisseurs sur les marchés de taux (*rate investors*) ne prévoient plus trois baisses supplémentaires de 25 points de base du taux de la facilité de dépôt en 2025. Les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), finalisée la dernière semaine de février, continuent de s'attendre à un cycle d'assouplissement légèrement plus rapide.

S'agissant des taux d'intérêt de marché de la zone euro, l'augmentation des taux nominaux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 11 et 12 décembre 2024 résulte en grande partie des données macroéconomiques en amélioration dans la zone euro, tandis que l'impact des facteurs américains s'est révélé globalement faible. Rétrospectivement, les taux des OIS à dix ans tant nominaux que réels dans la zone euro sont globalement demeurés remarquablement stables depuis leur réévaluation massive en 2022, lorsque la BCE s'est engagée dans un cycle de relèvement. Un facteur-clé des taux à long terme durablement plus élevés est la réévaluation par le marché du taux réel à court terme qui devrait prévaloir à l'avenir. Le taux réel anticipé à un an dans 4 ans attendu a fortement augmenté en 2022, car les anticipations des investisseurs ne tablent plus sur un environnement de taux d'intérêt « durablement bas », ce qui suggère que des taux réels plus élevés devraient être la nouvelle normalité.

Le solide sentiment à l'égard du risque s'est également transmis aux écarts de rendement entre les obligations souveraines de la zone euro et les obligations d'État allemandes, qui sont demeurés contenus. Par rapport aux taux OIS, toutefois, les écarts de rendement ont augmenté depuis la réunion de politique monétaire de janvier – ce mouvement à la hausse s'est intensifié le 5 mars avec l'anticipation d'une hausse substantielle des dépenses de défense. Un facteur à l'origine de l'élargissement progressif des écarts des taux des *swaps* sur actifs ces deux dernières années tient à la hausse de l'offre nette d'obligations d'État, qui a été absorbée sans difficulté par le marché.

S'agissant du taux de change, après une dépréciation temporaire, l'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar, dépassant le niveau observé au moment de la réunion de janvier. Même si la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire de la BCE par rapport aux États-Unis a pesé sur l'euro, tout comme le sentiment à l'égard du risque au niveau mondial, l'euro a été soutenu par les perspectives économiques relativement plus fortes dans la zone euro.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Mme Schnabel a ensuite examiné les implications des récentes évolutions de marché pour les conditions financières globales. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, un assouplissement prononcé et généralisé des conditions financières a été observé. Cet assouplissement résulte principalement de la hausse des cours des actions et, dans une moindre mesure, de la baisse des taux d'intérêt. La diminution des taux d'intérêt réels sans risque de la zone euro sur l'ensemble de la courbe des rendements implique que la courbe des rendements réels de la zone est clairement restée en territoire neutre.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a commencé son introduction en notant que, d'après l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale dans la zone euro est ressortie à 2,4 % en février après 2,5 % en janvier. Alors que la hausse des prix de l'énergie s'est ralentie, (de 1,9 % à 0,2 %), comme celle des services (de 3,9 % à 3,7 %), la hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée (de 2,3 % à 2,7 %) comme celle des biens industriels non énergétiques (de 0,5 % à 0,6 %).

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de la cible de 2 % à moyen terme. La composante persistante et commune de l'inflation a légèrement diminué, à 2,1 % en janvier. L'inflation intérieure, qui suit étroitement la hausse des prix des services, a baissé de 0,2 point de pourcentage, à 4,0 %. Elle demeure toutefois élevée, du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Les négociations salariales récentes suggèrent que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre continuent de se modérer. Par exemple, la croissance des salaires négociés est revenue à 4,1 % au quatrième trimestre 2024. L'outil de suivi des salaires et un éventail d'indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent également un affaiblissement continu des pressions sur les salaires en 2025.

En 2025, l'inflation devrait évoluer le long d'une trajectoire légèrement plus élevée que prévu dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, en raison d'une hausse des prix de l'énergie. Dans le même temps, la hausse des prix des services devrait continuer à se ralentir début 2025 avec la dissipation des effets des réévaluations décalées, l'atténuation des tensions sur les salaires et la poursuite de la transmission du resserrement passé de la politique monétaire. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent encore autour de 2 %. La compensation de l'inflation à court terme extraite des instruments de marché a baissé pour les différentes échéances, reflétant probablement le fléchissement le plus récent des prix de l'énergie, mais la compensation de l'inflation à long terme s'est récemment inscrite en hausse en réaction aux

évolutions budgétaires qui ont émergé. Les anticipations d'inflation des consommateurs ont renoué avec leur dynamique baissière en janvier.

Selon les projections de mars établies par les services de la BCE, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2025, 1,9 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Par rapport aux projections de décembre 2024, l'inflation a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2025, reflétant une dynamique des prix de l'énergie plus forte à court terme. Dans le même temps, les projections sont restées inchangées pour 2026 et ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2027. Pour l'inflation *core*, les services de la BCE prévoient un ralentissement, de 2,2 % en moyenne en 2025 à 2,0 % en 2026 et 1,9 % en 2027, les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se modérant encore, l'impact des chocs passés se dissipant et le resserrement passé de la politique monétaire continuant de peser sur les prix. La projection pour l'inflation *core* s'est révélée inférieure de 0,1 point de pourcentage pour 2025 par rapport à l'exercice de projections de décembre, les récentes publications de données étant décevantes, mais elle a été révisée à la hausse du même montant pour 2026, reflétant les effets indirects décalés de la dépréciation passée de l'euro ainsi qu'un renchérissement plus prononcé de l'énergie en 2025.

Les incertitudes géopolitiques menacent les perspectives de croissance mondiales. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale (hors zone euro) a baissé en janvier, à 52,0, dans un contexte de ralentissement généralisé du secteur des services dans les principales économies. Les discussions entre les États-Unis et la Russie concernant un éventuel cessez-le-feu en Ukraine, ainsi que la désescalade au Moyen-Orient, ont probablement contribué au récent recul des prix du pétrole et du gaz sur les marchés mondiaux des matières premières. Néanmoins, les tensions géopolitiques restent une source majeure d'incertitude. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait se modérer, revenant de 3,4 % en 2024 à 3,2 % en 2025, puis à 3,1 % en 2026 et 2027. Les révisions à la baisse des projections relatives au commerce mondial par rapport à l'exercice de décembre 2024 reflètent principalement l'incidence des droits de douane sur les importations américaines en provenance de Chine.

L'euro est demeuré stable en termes effectifs nominaux et s'est apprécié vis-à-vis du dollar depuis la dernière réunion de politique monétaire. Depuis le début du cycle d'assouplissement l'été dernier, l'euro s'est globalement déprécié par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux, affichant toutefois une volatilité élevée dans les données à haute fréquence. Les prix des matières premières énergétiques ont baissé après la réunion de janvier, les prix du pétrole diminuant de 4,6 % et ceux du gaz de 12 %. Toutefois, les marchés de l'énergie ont aussi enregistré une volatilité élevée sur la période récente.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, le PIB a enregistré une croissance modeste au quatrième trimestre 2024. Le secteur manufacturier a continué de freiner la croissance, l'activité industrielle

demeurant faible pendant les mois d'hiver et s'étant révélée inférieure à son niveau du troisième trimestre. Dans le même temps, les indicateurs tirés d'enquêtes pour le secteur manufacturier se sont améliorés tandis que les indicateurs relatifs à l'activité dans le secteur des services se sont modérés, tout en restant en territoire expansionniste. Si la croissance de la demande intérieure s'est ralentie au quatrième trimestre, elle est restée clairement positive. En revanche, les exportations ont probablement continué de se contracter au quatrième trimestre. Les données tirées d'enquêtes font état d'une dynamique de croissance modérée au premier trimestre 2025. Le PMI composite relatif à la production est ressorti à 50,2 en février, sans changement par rapport à janvier et en hausse par rapport à une moyenne de 49,3 au quatrième trimestre 2024. L'indice PMI pour la production dans le secteur manufacturier a atteint son plus haut niveau en neuf mois, à 48,9, tandis que l'indice PMI relatif à l'activité dans le secteur des services s'est établi à 50,6, demeurant en territoire expansionniste mais à son plus bas niveau depuis un an. L'indice PMI plus prospectif relatif aux nouvelles commandes a légèrement fléchi en février en raison de sa composante services. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne s'est amélioré en janvier et en février mais est resté nettement inférieur à sa moyenne de long terme.

Le marché du travail demeure robuste. L'emploi s'est accru de 0,1 point de pourcentage au quatrième trimestre et le taux de chômage s'est maintenu au niveau historiquement bas de 6,2 % en janvier. Toutefois, la demande de main-d'œuvre s'est modérée, comme en atteste la diminution des offres d'emplois, des transitions entre différents emplois et des intentions de quitter son emploi pour des raisons de salaire ou de carrière. Les données d'enquêtes récentes suggèrent que la croissance de l'emploi a été atone au cours des deux premiers mois de 2025.

S'agissant de la politique budgétaire, un resserrement de 0,9 point de pourcentage du PIB a été enregistré en 2024, principalement en raison de l'inversion des mesures et subventions compensatoires de l'inflation. Dans les projections de mars, un nouveau léger resserrement est prévu pour 2025, mais il n'était alors pas encore tenu compte des nouvelles reçues plus tôt dans la semaine concernant l'augmentation des dépenses de défense.

À plus long terme, la croissance devrait être soutenue par la hausse des revenus et la diminution des coûts d'emprunt. Selon les projections des services de la BCE, les exportations bénéficieraient aussi de l'augmentation de la demande mondiale, si toutefois les tensions commerciales ne s'aggravent pas davantage. Mais l'incertitude s'est accrue et devrait peser davantage sur l'investissement et les exportations qu'anticipé précédemment. Par conséquent, les services de la BCE ont à nouveau révisé à la baisse les projections de croissance, de 0,2 point de pourcentage, à 0,9 %, pour 2025 et de 0,2 point de pourcentage, à 1,2 %, pour 2026, tout en maintenant la projection pour 2027 inchangée, à 1,3 %. Les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires prévoient une croissance de 0,8 % en 2025, soit 0,2 point de pourcentage de moins qu'en janvier, mais continuent

d'anticiper une croissance de 1,1 % en 2026 et 1,2 % en 2027, sans changement par rapport à janvier.

Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont diminué après la réunion de janvier, mais ont augmenté ces derniers jours à la suite des dernières évolutions budgétaires. Les réductions de taux passées, conjuguées aux réductions futures anticipées, rendent les nouveaux emprunts moins coûteux pour les entreprises et les ménages, et la croissance des prêts s'est redressée. Cela étant, la poursuite de la transmission à l'encours de crédits des hausses passées des taux directeurs constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée. Le coût des nouveaux prêts aux entreprises a encore diminué, de 12 points de base à 4,2 % en janvier, soit environ 1 point de pourcentage de moins que le pic d'octobre. En revanche, le coût d'émission de l'endettement de marché pour les entreprises a augmenté, à 3,7 %, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en décembre. Les taux hypothécaires ont diminué de 14 points de base, s'établissant à 3,3 % en janvier, environ 80 points de base au-dessous de leur pic de novembre 2023. Toutefois, le coût moyen du crédit bancaire mesuré relativement à l'encours de prêt a nettement moins diminué que celui des nouveaux prêts aux entreprises et seulement très légèrement pour les prêts hypothécaires.

La croissance annuelle des prêts bancaires aux entreprises s'est accélérée, ressortant à 2,0 % en janvier, après 1,7 % en décembre. Cette hausse reflète principalement des effets de base, le flux négatif observé en janvier 2024 n'entrant plus dans le calcul annuel. Les émissions de titres de créance des entreprises ont augmenté en janvier en flux mensuel, mais leur taux de croissance annuel est resté globalement stable, à 3,4 %. La hausse progressive des prêts hypothécaires s'est poursuivie, à un rythme annuel de 1,3 % en janvier, après 1,1 % en décembre.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Pour résumer, le processus de désinflation reste en cours. L'évolution de l'inflation a continué d'être globalement conforme aux anticipations des services de l'Eurosystème, et les dernières projections macroéconomiques correspondent étroitement aux perspectives d'inflation établies précédemment. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une inflation se stabilisant durablement autour de la cible de 2 % à moyen terme. La croissance des salaires s'est ralentie comme prévu. Le coût des nouveaux emprunts a diminué et la croissance des prêts s'est accélérée à la suite des baisses récentes des taux d'intérêt. Dans le même temps, les hausses passées des taux d'intérêt continuent de se transmettre à l'encours de crédit et les prêts restent globalement modérés. L'économie est confrontée à des facteurs défavorables persistants, reflétant un ralentissement des exportations et une faiblesse continue des investissements, provenant notamment d'une forte incertitude concernant la politique économique au sens large, et la politique commerciale en

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

particulier. La croissance des revenus réels et la dissipation graduelle des effets des hausses passées des taux directeurs restent les principaux déterminants de la reprise progressive attendue de la demande.

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient abaissés de 25 points de base. En particulier, la proposition de réduire le taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, s'appuie sur son 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.

Ramener le taux de la facilité de dépôt de 2,75 % à 2,50 % serait une décision solide. En particulier, le maintenir à 2,75 % pourrait affaiblir la reprise nécessaire de la consommation et de l'investissement et entraîner ainsi un risque que l'inflation manque la cible par le bas à moyen terme. En outre, les nouvelles projections indiquent que, si la dynamique de référence de l'inflation et de la croissance économique reste inchangée, un nouvel assouplissement sera nécessaire pour stabiliser durablement l'inflation à sa cible à moyen terme. Dans ce scénario de référence, d'un point de vue macroéconomique, diverses trajectoires de taux au cours des prochaines réunions pourraient permettre le degré d'assouplissement résiduel. Cela renforce l'importance d'une approche réunion par réunion, sans engagement pré-établi sur une trajectoire particulière de taux. À court terme, cela permettrait au Conseil des gouverneurs de prendre en compte l'ensemble des données disponibles entre cette réunion et celle des 16 et 17 avril, ainsi que les dernières campagnes d'enquêtes de la BCE, dont l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, l'enquête téléphonique auprès des entreprises, l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et l'enquête sur les anticipations des consommateurs.

En outre, le Conseil des gouverneurs devrait accorder une attention particulière à l'évolution des risques géopolitiques et aux évolutions budgétaires émergentes, compte tenu de leurs implications pour l'activité et l'inflation. En particulier, par rapport aux trajectoires de taux cohérentes avec la projection de référence, la trajectoire de taux appropriée lors des prochaines réunions devrait également refléter l'évolution et/ou la matérialisation des risques à la hausse et à la baisse pour l'inflation et la dynamique économique.

Le Conseil des gouverneurs ayant continué de progresser dans le processus d'abaissement des taux par rapport à leur plus haut niveau, la communication sur l'état de la transmission dans la déclaration de politique monétaire devrait évoluer. M. Lane a proposé de remplacer l'évaluation « par niveau » selon laquelle « la politique monétaire reste restrictive » par une affirmation plus « directionnelle » selon laquelle « notre politique monétaire devient sensiblement moins restrictive ». De même, le Conseil des gouverneurs devrait remplacer la mention « les conditions de financement restent strictes » par la constatation que « la poursuite de la transmission des hausses passées des taux

directeurs à l'encours de crédits constitue un frein à l'assouplissement des conditions de financement, et l'activité de prêt demeure globalement modérée ».

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. Fin 2024, l'activité mondiale était légèrement plus forte que prévu (possiblement soutenue par l'anticipation d'importations d'intrants étrangers par les entreprises avant d'éventuelles perturbations des échanges) et, selon les projections de mars 2025 établies par les services de la BCE, la croissance mondiale devrait rester relativement robuste dans l'ensemble, tout en se ralentissant légèrement sur la période 2025-2027. Ce ralentissement résulte principalement des prévisions de taux de croissance plus faibles aux États-Unis et en Chine, en partie compensées par des révisions à la hausse des perspectives pour d'autres économies. La demande étrangère adressée à la zone euro a évolué globalement en ligne avec l'activité mondiale sur le reste de l'horizon de projection. Par rapport aux projections de décembre 2024 réalisées par les services de l'Eurosystème, la demande extérieure devrait être légèrement plus faible sur la période 2025-2027. Cette faiblesse s'explique principalement par des importations américaines moins élevées. Les données récentes concernant les États-Unis sont orientées à la baisse. Il a été souligné que les projections de mars 2025 ne tenaient compte que des droits de douane mis en œuvre à la date d'arrêté (à savoir les droits de douane des États-Unis de 10 % sur les importations en provenance de Chine et les droits de douane imposés par la Chine aux exportations américaines par mesure de rétorsion). En revanche, les droits de douane des États-Unis qui avaient été suspendus ou qui n'avaient pas encore été formellement annoncés au moment de la date d'arrêté ont été traités comme des risques pesant sur les projections de référence.

Il a été souligné que l'incertitude élevée et exceptionnelle était un sujet essentiel tant pour l'environnement extérieur que pour l'économie de la zone euro. Les incertitudes actuelles sont considérées comme multidimensionnelles (politiques, géopolitiques, budgétaires et liées aux droits de douane) et incluant des éléments « radicaux » ou « knightiens », c'est-à-dire un type d'incertitude qui ne peut être correctement quantifié ou pris en compte par les outils standard et les analyses quantitatives. En particulier, le caractère imprévisible du protectionnisme commercial aux États-Unis affecte actuellement les perspectives de l'économie mondiale et pourrait également représenter un changement de régime plus durable. Il a également été souligné que, outre les mesures tarifaires

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

spécifiques déjà adoptées, l'incertitude entourant d'éventuelles mesures supplémentaires crée de nouveaux facteurs défavorables importants pour l'économie mondiale.

L'impact des droits de douane des États-Unis sur ses partenaires commerciaux est considéré comme clairement négatif pour l'activité, tout en étant plus ambigu pour l'inflation. Pour cette dernière, un effet haussier à court terme, en partie dû au taux de change, pourrait être largement contrebalancé par des pressions à la baisse sur les prix résultant d'une baisse de la demande, en particulier à moyen terme. Il a été souligné qu'il était difficile de déterminer, *ex ante*, l'impact des mesures protectionnistes, car cet impact dépend essentiellement de la manière dont les mesures sont déployées et probablement aussi de l'état et de l'ampleur, variant en particulier avec la durée des mesures protectionnistes et l'ampleur des éventuelles mesures de rétorsion. Plus généralement, un droit de douane peut être considéré comme une taxe sur la production et la consommation, qui implique également un transfert de richesse du secteur privé vers le secteur public. Dans ce contexte, il a été souligné que les droits de douane entraînaient des pertes de bien-être pour toutes les parties concernées.

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. Le narratif global reste que l'économie poursuit sa croissance, mais de manière modeste. Sur la base de l'estimation rapide d'Eurostat pour la zone euro (du 14 février) et des données disponibles par pays, la croissance en glissement annuel au quatrième trimestre 2024 semble globalement en ligne avec ce qui était attendu. Toutefois, sa composition est légèrement différente, avec une plus grande consommation privée et publique, moins d'investissement et des exportations nettes fortement négatives. Il a été mentionné que les enquêtes récentes étaient encourageantes, indiquant un retournement dans le secteur manufacturier, sensible aux taux d'intérêt, dont l'indice PMI pour la zone euro a atteint son plus haut niveau en 24 mois. Si l'évolution dans les services reste plus favorable que dans l'industrie manufacturière, les enquêtes suggèrent que la dynamique dans le secteur des services pourrait se ralentir, même si celle du secteur manufacturier pourrait devenir moins négative, un profil de rotation également observé dans les enquêtes relatives à l'économie mondiale. L'incertitude élevée constitue sans aucun doute un facteur freinant les dépenses d'investissement des entreprises. Les exportations sont également en berne, en particulier pour les biens d'équipement. Le marché du travail reste toutefois résistant. En janvier, le taux de chômage (6,2 %) a atteint un niveau historiquement bas pour l'économie de la zone euro, ce qui est une fois encore meilleur que prévu, même si la dynamique positive en termes de taux de croissance de l'emploi semble se ralentir.

Si la croissance de l'économie de la zone euro devrait se poursuivre au premier trimestre de l'année, il a été noté que les données disponibles étaient contrastées. Les indicateurs actuels et prospectifs sont devenus moins négatifs pour le secteur manufacturier, mais moins positifs pour le secteur des services. La confiance des consommateurs s'est redressée au cours des deux premiers mois

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

de 2025, bien qu'à partir de niveaux faibles, tandis que les anticipations des ménages relatives au chômage se sont également légèrement améliorées. S'agissant de l'investissement, les indicateurs relatifs à l'investissement dans l'immobilier résidentiel se sont légèrement améliorés, l'indice PMI pour la production dans ce secteur s'étant nettement renforcé, ce qui indique que le marché du logement a atteint un plancher. En outre, si les indicateurs relatifs à l'investissement des entreprises restent négatifs, ils le sont dans une moindre mesure. Pour l'avenir, la croissance économique devrait se poursuivre et se renforcer dans le temps, mais encore une fois plus lentement qu'anticipé précédemment. L'évolution des salaires réels et un crédit plus abordable devraient soutenir les dépenses des ménages. Les perspectives en matière d'investissement et d'exportations demeurent les plus incertaines en raison des incertitudes entourant la politique commerciale et la situation géopolitique.

Les membres du Conseil partagent largement les conclusions des dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE. La croissance économique devrait se poursuivre, bien qu'à un rythme modéré et un peu plus lentement que prévu. Il a toutefois été noté que la révision à la baisse de la croissance économique en 2025 s'expliquait en partie par des effets de report résultant d'un quatrième trimestre atone en 2024 (selon l'estimation rapide d'Eurostat). Des inquiétudes ont été exprimées concernant le fait que les dernières révisions à la baisse des projections actuelles sont intervenues après une succession de révisions à la baisse. En outre, les prévisions d'autres institutions semblent nettement plus pessimistes. Si ces révisions successives à la baisse des projections sont modestes sur une base individuelle, elles sont considérées comme significatives sur une base cumulée. Dans le même temps, il a été souligné qu'un jugement négatif avait été appliqué aux projections de mars, notamment concernant l'investissement et les exportations nettes parmi les composantes de la demande. En revanche, il n'y a pas eu de changement significatif dans les perspectives relatives à la consommation privée, qui, soutenue par la croissance des salaires réels, l'épargne accumulée et la baisse des taux d'intérêt, devrait rester le principal élément soutenant la croissance de l'activité économique.

Si les prévisions relatives à la consommation publique, à l'investissement et aux exportations ont été révisées à la baisse, les perspectives pour chacune de ces composantes sont considérées comme entourées d'une incertitude accrue. S'agissant de la consommation publique, les discussions récentes en matière budgétaire pourraient signifier que le ralentissement des taux de croissance des dépenses publiques en 2025 pris comme hypothèse dans les projections pourrait *in fine* ne pas se matérialiser. Ces nouvelles évolutions pourraient faire peser des risques sur les projections, car elles auraient une incidence sur la croissance économique, l'inflation et éventuellement également la croissance potentielle, allant à l'encontre de la faiblesse structurelle observée jusqu'à présent. Dans le même temps, il a été noté qu'une hausse significative des rendements à dix ans était déjà constatée, tandis

que le stimulus supplémentaire résultant des dépenses militaires ne se matérialiserait probablement qu'à plus long terme. Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont estimé que le narratif général d'une croissance modérée de l'économie de la zone euro restait valable. L'évolution des politiques commerciales américaines et l'incertitude élevée pèsent sur les entreprises et les consommateurs de la zone euro, et donc sur les perspectives en matière d'activité.

La consommation privée a soutenu la croissance de la zone euro fin 2024. L'augmentation en cours des salaires réels, ainsi que le faible taux de chômage, la stabilisation de la confiance des consommateurs et les taux d'épargne toujours supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie, confirment qu'une reprise tirée par la consommation reste en cours. Toutefois, des inquiétudes ont été exprimées quant à la mesure dans laquelle la consommation privée pourrait contribuer davantage à la reprise de la croissance. À cet égard, il a été avancé que la modération de la croissance des salaires réels, qui devrait être plus faible en 2025 qu'en 2024, et le manque de confiance des consommateurs n'étaient pas propices à une nouvelle augmentation de la consommation privée. En ce qui concerne le comportement d'épargne des ménages, il a été noté que les taux d'épargne étaient nettement plus élevés qu'au cours de la période pré-pandémique, même s'ils devraient diminuer progressivement sur l'horizon de projection. Toutefois, l'incertitude accrue actuelle et l'augmentation des déficits budgétaires pourraient impliquer une persistance de la hausse de l'épargne des ménages, reflétant en partie des effets « ricardiens » (c'est-à-dire que les consommateurs sont susceptibles d'augmenter leur épargne en prévision d'une imposition future plus élevée, nécessaire pour assurer le service de la dette supplémentaire). Dans le même temps, il a été noté que la légère baisse du taux d'épargne n'était qu'un facteur parmi d'autres soutenant les perspectives relatives à la consommation privée.

S'agissant de l'investissement, une distinction a été faite entre l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises. Pour l'immobilier résidentiel, les prévisions font état d'une lente reprise courant 2025 et au-delà. Ces prévisions se fondent sur l'hypothèse de taux d'intérêt plus bas et d'indicateurs de confiance moins négatifs, même si un certain décalage dans l'investissement immobilier résidentiel peut être attendu en raison de la planification et des permis. Les perspectives d'investissement des entreprises ont été jugées plus incertaines. Si la confiance du secteur industriel est faible, elle s'est légèrement améliorée ces derniers mois. Toutefois, il a été noté que la confiance des entreprises produisant des biens d'investissement diminuait et que l'utilisation des capacités de production dans le secteur était limitée et en baisse. Il a été avancé que ce n'était pas le niveau des taux d'intérêt qui freinait actuellement l'investissement des entreprises, mais un niveau élevé d'incertitude liée aux politiques économiques. Dans ce contexte, des inquiétudes se sont exprimées quant au fait que l'incertitude persistante pourrait conduire les entreprises à retarder encore leurs investissements, ce qui, cumulé dans le temps, pèserait sur le potentiel de croissance à moyen terme.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les perspectives pour les exportations et l'impact direct et indirect des mesures tarifaires constituent une source de préoccupation majeure. Il a été noté qu'en tant que grand exportateur, en particulier de biens d'équipement, la zone euro pourrait subir l'impact le plus fort de ces mesures. Il a été fait référence à des calculs de scénarios suggérant un impact négatif significatif sur la croissance économique, en particulier en 2025, si les droits de douane qui menacent actuellement le Mexique, le Canada et la zone euro étaient effectivement mis en œuvre. S'agissant de l'impact spécifique sur les exportations de la zone euro, il a été noté que pour comprendre l'incidence potentielle sur l'activité et sur les prix, une analyse granulaire serait nécessaire, les secteurs présentant des différences en termes de concurrence et de pouvoir de fixation des prix. Le choix des produits spécifiques ciblés est également important. En outre, si les importations en provenance des États-Unis (en pourcentage du PIB de la zone euro) ont progressé au cours de la dernière décennie, celles en provenance du reste du monde (Chine, reste de l'Asie et autres pays de l'UE) sont plus importantes et ont davantage augmenté.

Dans l'ensemble, les membres ont estimé que le marché du travail continuait d'être résistent et évoluait globalement en ligne avec les anticipations antérieures. Le taux de chômage de la zone euro est resté à des niveaux historiquement bas et bien au-dessous des estimations du taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation. Il a été considéré que la vigueur du marché du travail atténuait le coût social d'une économie relativement atone et soutenait les pressions à la hausse sur les salaires et les prix. Si la croissance de l'emploi s'est légèrement ralentie, il convient également de la mettre en regard du ralentissement de la croissance de la population active. En outre, les derniers indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une stabilisation globale plutôt qu'une accentuation du ralentissement. Dans l'ensemble, le marché du travail de la zone euro reste tendu, avec un écart de chômage négatif.

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 a été noté que les discussions récentes au niveau national et à l'échelle de l'UE ont soulevé la perspective d'une modification majeure de l'orientation budgétaire, notamment dans la plus grande économie de la zone euro, mais aussi dans l'ensemble de l'Union européenne. Les projections de référence, finalisées avant les discussions récentes, prévoient un resserrement budgétaire sur la période 2025-2027 en raison du retrait des subventions antérieures et de la fin du programme *Next Generation EU* en 2027. Les propositions actuelles en cours de discussion au niveau national et à l'échelle de l'UE constitueraient un changement important, en particulier si des mesures supplémentaires allant au-delà de l'augmentation des dépenses de défense étaient nécessaires pour atteindre le niveau d'adhésion politique requis. Il a toutefois été noté que tous les pays ne disposaient pas d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante. Par conséquent, il a été souligné que les gouvernements devaient assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de

l'Union européenne et privilégier les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques. Il a également été rappelé que la boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constituait un plan d'action concret dont les propositions devraient être adoptées sans délais.

À la lumière de l'incertitude exceptionnelle entourant les politiques commerciales et les perspectives budgétaires, il a été noté comme impacts potentiels de cette forte incertitude que le scénario de référence devienne moins susceptible de se matérialiser et que des facteurs de risque entrent soudainement dans le scénario de référence. En outre, la forte incertitude pourrait devenir une réalité persistante. Il a également été considéré que l'incertitude actuelle est de nature différente de celle considérée comme normale dans les exercices de projection et dans l'élaboration régulière de la politique monétaire. En particulier, l'incertitude ne porte pas tant sur le comportement de certaines variables au sein du modèle (ou sur des paramètres spécifiques du modèle) que sur la nécessité ou non de réexaminer des éléments fondamentaux de base des modèles eux-mêmes (compte tenu également du fait que de nouveaux phénomènes pourraient se situer complètement en dehors du domaine des données ou précédents historiques). Cela a été considéré comme un appel en faveur de nouvelles approches pour capturer l'incertitude.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que, même si certains risques à la baisse antérieurs s'étaient déjà matérialisés, les risques pour la croissance économique ont augmenté et demeurent orientés à la baisse. Une aggravation des tensions commerciales pourrait freiner la croissance de la zone euro en limitant les exportations et en affaiblissant l'économie mondiale. L'incertitude actuelle concernant les politiques commerciales mondiales pourrait freiner l'investissement. Les tensions géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude majeure. La croissance pourrait être plus faible si les effets décalés du resserrement de la politique monétaire durent plus longtemps qu'anticipé. Dans le même temps, la croissance 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. Une augmentation des dépenses en matière de défense et d'infrastructure pourrait également contribuer à la croissance. S'agissant des perspectives à court terme, les actualisations mécaniques des anticipations de croissance de la BCE au premier semestre 2025 suggèrent un certain risque à la baisse. Au-delà du court terme, il a été noté que les projections de référence incluent uniquement les droits de douane (et les mesures de rétorsion) déjà mis en œuvre, mais pas ceux qui ont été annoncés ou qui menacent d'être mis en œuvre. La matérialisation de mesures tarifaires supplémentaires pèserait sur les exportations et l'investissement de la zone euro et accentuerait les défis auxquels sont confrontées

les entreprises de la zone euro en matière de compétitivité. Dans le même temps, l'impulsion budgétaire potentielle n'a pas été prise en compte non plus.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que le processus de désinflation reste en cours, l'inflation continuant d'évoluer globalement comme prévu par les services de la BCE. L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, a fléchi en janvier, mais est restée élevée, du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un décalage, des salaires et des prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Toutefois, les récentes négociations salariales ont mis en évidence une poursuite de la modération des tensions pesant sur les coûts de main-d'œuvre, la moindre contribution des profits atténuant partiellement leur impact sur l'inflation et la plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente signalant un retour durable de l'inflation à la cible. Les indicateurs préliminaires relatifs à la croissance des coûts de main-d'œuvre au quatrième trimestre 2024 suggèrent une nouvelle modération, ce qui renforce la confiance dans le fait qu'une modération de la croissance des salaires soutiendrait le processus projeté de désinflation.

Il a été souligné que la croissance annuelle de la rémunération par tête, qui, sur la base des données disponibles dans la zone euro, s'est établie à 4,4 % au troisième trimestre 2024, doit être considérée comme la mesure la plus importante et la plus complète des évolutions salariales. D'après les projections, elle devrait diminuer sensiblement d'ici fin 2025, tandis que les données quantitatives disponibles sur la croissance des salaires continuent de dépasser généralement 4 %, et que les indications fournies par l'outil de suivi des salaires de la BCE ne reposent que sur un nombre limité d'accords salariaux pour la deuxième partie de 2025. Les perspectives relatives aux salaires sont considérées comme un élément clé de la trajectoire de désinflation prévue dans les projections, et le retour durable de l'inflation à sa cible reste entouré d'une très grande incertitude. Dans ce contexte, des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que des marchés du travail relativement tendus pourraient ralentir le rythme de la modération et qu'une faible croissance de la productivité du travail pourrait accentuer le taux de hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

S'agissant des données disponibles, les membres du Conseil ont réaffirmé que les données quantitatives pour le premier trimestre seraient essentielles pour déterminer les nouveaux progrès en matière de désinflation, comme prévu dans les projections des services de la BCE. Les évolutions divergentes des principales composantes de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) ont été notées. Les prix de l'énergie ont augmenté mais sont volatils, et certaines de ces hausses se sont déjà inversées récemment. Malgré les hausses du taux de variation annuel des prix des produits alimentaires, le *momentum* de cette composante essentielle est en baisse. Les évolutions de la composante des biens industriels non énergétiques sont restées modérées. Les évolutions dans les services ont été au cœur des discussions. Bien que certaines inquiétudes aient été exprimées quant au fait que le *momentum* relatif aux services semble être resté relativement élevé ou s'est même

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

accentué (lorsqu'on examine les taux de croissance sur trois mois annualisés), il a également été avancé que la tendance globale est clairement à la baisse. Il a été souligné que les données quantitatives détaillées sur la hausse des prix des services au cours des prochains mois seront essentielles et révéleront dans quelle mesure la désinflation substantielle projetée dans ce secteur au premier semestre 2025 reste en cours.

S'agissant des projections d'inflation de mars, les membres du Conseil se sont félicités de l'amélioration de la performance prédictive lors des récentes campagnes de projections. Il a été souligné que la révision à la hausse de 0,2 point de pourcentage de l'inflation totale pour 2025 reflète principalement une plus forte dynamique des prix de l'énergie par rapport aux projections de décembre. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que l'inflation ne devrait désormais atteindre durablement 2 % qu'au début de 2026 plutôt qu'au cours de 2025, comme anticipé précédemment. Il a également été noté que, même si le scénario de référence s'est globalement matérialisé, les incertitudes se sont nettement accrues à plusieurs égards. En outre, les publications récentes de données ont fait état de surprises à la hausse en ce qui concerne l'inflation totale. Toutefois, la remarque a été faite que la dernière révision à la hausse des projections relatives à l'inflation totale s'explique principalement par la volatilité des prix du pétrole brut et du gaz naturel, la baisse de ces prix depuis la date d'arrêt des projections étant suffisamment importante pour annuler une grande partie de la révision à la hausse. De plus, il a été souligné que les projections relatives à la hausse de l'IPCH hors produits alimentaires et énergie sont restées largement inchangées, les services de la BCE prévoyant une moyenne de 2,2 % pour 2025 et de 2,0 % pour 2026. Il a été avancé que les récentes révisions montrent une fois de plus qu'il est trompeur de lier mécaniquement une croissance plus faible à une inflation plus faible, étant donné la prévalence de chocs d'offre.

S'agissant des anticipations d'inflation, il a été fait référence aux derniers *inflation fixings* extraits des instruments de marché, qui sont généralement très sensibles aux évolutions les plus récentes des prix des matières premières énergétiques. Au-delà du court terme, les *inflation fixings* sont inférieurs aux projections des services de la BCE. L'attention a été attirée sur la forte augmentation des anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans à la suite des dernières annonces de politique budgétaire expansionniste. Toutefois, il a été avancé que cette mesure demeurerait cohérente avec les véritables anticipations globalement ancrées autour de 2 % si les primes de risque estimées étaient prises en compte, et qu'il y avait eu un ajustement moins substantiel de la compensation de l'inflation à court terme. S'agissant d'autres sources d'informations sur les anticipations, collectées avant les annonces budgétaires (comme c'est le cas pour toutes les données d'enquêtes), les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires ont estimé que l'inflation était proche de 2 %. Les anticipations d'inflation des consommateurs tirées de l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs se situent généralement à des niveaux plus élevés, mais elles ont légèrement baissé pour les

anticipations à un an. Il a également été souligné que les entreprises mentionnent l'inflation beaucoup moins fréquemment dans leurs téléconférences sur les résultats (*earnings calls*), ce qui suggère que l'inflation revêt un caractère moins important.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont constaté un certain nombre d'incertitudes entourant les perspectives d'inflation. L'accentuation des frictions commerciales au niveau mondial accroît l'incertitude quant aux perspectives d'inflation dans la zone euro. Une aggravation générale des tensions commerciales pourrait entraîner une dépréciation de l'euro et une hausse des coûts des importations, ce qui pourrait exercer une pression à la hausse sur l'inflation. Dans le même temps, la baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro résultant d'une hausse des droits de douane et le réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro pourraient exercer une pression à la baisse sur l'inflation. Des risques en sens opposé pèsent sur l'inflation du fait des tensions géopolitiques et de leurs effets sur les marchés de l'énergie, la confiance des consommateurs et l'investissement des entreprises. 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 être plus élevée si les salaires ou les bénéfices progressent plus qu'attendu. Elle pourrait aussi se renforcer du fait de l'incidence sur la demande agrégée d'un accroissement des dépenses en matière de défense et d'infrastructures. Mais l'inflation pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freinait la demande plus fortement qu'attendu. Il a été mentionné que la perspective d'une augmentation significative des dépenses budgétaires, associée à une hausse potentiellement significative de l'inflation en cas de scénario de droits de douane avec représailles, mérite une attention particulière dans les futures évaluations des risques. De plus, les risques pourraient être exacerbés par d'éventuels effets de second tour et par les tensions à la hausse sur les salaires dans un environnement où l'inflation n'est pas encore revenue à la cible et où les tensions sur le marché du travail persistent. En particulier, il a été avancé que stimuler la demande intérieure par les dépenses budgétaires permettrait aux entreprises de répercuter plus facilement la hausse des coûts sur les consommateurs plutôt que de les absorber au détriment de leurs bénéfices, à un moment où les anticipations d'inflation sont plus fragiles et où les entreprises ont appris à adapter rapidement la fréquence des réévaluations de prix dans un environnement d'incertitude élevée. Il a été avancé que les préoccupations relatives à la croissance sont principalement de nature structurelle et que la politique monétaire est inefficace pour résoudre les faiblesses structurelles.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché dans la zone euro ont diminué après la réunion du Conseil des gouverneurs de janvier, avant de remonter dans les jours précédant immédiatement la réunion de mars. Les rendements des obligations à long terme ont significativement augmenté : par exemple, le rendement des emprunts publics allemands à dix ans

s'est accru de presque 30 points de base en une journée – l'envolée la plus importante sur une journée depuis la forte hausse liée à la réunification allemande en mars 1990. Ces évolutions reflètent probablement un mélange d'anticipations de taux directeurs moyens plus élevés à l'avenir et d'une hausse de la prime de terme, et représentent un durcissement des conditions de financement. Les perspectives révisées concernant la politique budgétaire – associées en particulier à la nécessité d'accroître les dépenses de défense – et l'augmentation de la demande agrégée qui en résulte ont été les principaux déterminants de ces évolutions et ont également entraîné une appréciation de l'euro.

Si l'on observe les évolutions sur une période plus longue, il a été noté que les conditions financières plus larges s'étaient déjà nettement assouplies depuis fin 2023 en raison de facteurs tels que l'assouplissement de la politique monétaire, le rebond des marchés boursiers et la récente dépréciation de l'euro jusqu'à ces derniers jours. À cet égard, il a été mentionné que, abstraction faite des toutes dernières évolutions, après la forte hausse des taux à long terme en 2022, les rendements ont été plus ou moins stables, malgré une certaine volatilité. Toutefois, il a été affirmé que l'impact favorable de la baisse des taux à court terme sur les conditions de financement par endettement a été en partie contrebalancé par la récente hausse significative des taux à long terme. En outre, les conditions de financement par endettement sont restées relativement restrictives par rapport aux moyennes historiques à plus long terme des dix à quinze dernières années, qui couvrent la période de faibles taux d'intérêt ayant suivi la crise financière. Depuis la réunion de janvier, les marchés financiers au sens large semblent être devenus plus optimistes à l'égard de l'Europe et moins optimistes à l'égard des États-Unis, même si des doutes ont été émis sur le caractère durable de cette divergence.

Les réductions des taux d'intérêt directeurs de la BCE ont progressivement contribué à un assouplissement des conditions de financement en rendant les nouveaux emprunts moins onéreux pour les entreprises et les ménages. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 4,2 % en janvier, contre 4,4 % en décembre. Au cours de la même période, le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a diminué, à 3,3 %, après 3,4 %. Dans le même temps, le retournement des taux débiteurs s'avère plus lent en termes réels, de sorte que l'assouplissement des conditions de financement lié aux hausses de taux passées continue d'être un facteur défavorable à la transmission du stock de crédit. Cela signifie que les taux débiteurs appliqués à l'encours de prêts n'ont que légèrement diminué, en particulier pour les prêts hypothécaires. La récente hausse substantielle des rendements à long terme pourrait également avoir des implications sur les conditions du crédit en affectant les conditions de financement des banques et en influençant le coût des prêts liés aux rendements à long terme. Toutefois, il a été noté qu'il n'est pas surprenant que les conditions de financement des ménages et des entreprises apparaissent toujours restrictives comparativement à la période de taux d'intérêt négatifs, parce que les prêts à long

terme à taux fixe contractés durant la période de taux d'intérêt bas sont refinancés à des taux plus élevés. Dans tous les cas, les conditions de financement ne devraient pas revenir à leur niveau d'avant la pandémie de COVID-19 et la poussée inflationniste. En outre, la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique des effets neutres, voire même stimulants, du niveau général des taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires aux entreprises et aux ménages. Globalement, il a été observé que les conditions de financement sont actuellement globalement conformes aux prévisions pour un cycle dans lequel les taux d'intérêt auraient été réduits de 150 points de base selon la proposition, après avoir été augmentés précédemment de 450 points de base.

S'agissant des volumes de prêts, la croissance des prêts s'est redressée, mais l'activité de crédit est demeurée modérée dans l'ensemble. La croissance des prêts bancaires aux entreprises est passée de 1,7 % en décembre à 2,0 % en janvier, sous l'effet de flux mensuels de nouveaux prêts modérés. Le taux de croissance des émissions de titres de créance par les entreprises a augmenté, à 3,4 % en glissement annuel. Les prêts hypothécaires ont continué d'augmenter progressivement mais sont restés faibles dans l'ensemble, avec un taux de croissance annuel de 1,3 % après 1,1 % en décembre.

La dynamique sous-jacente des prêts bancaires est demeurée soutenue, les taux de croissance annualisés à trois mois et à six mois s'établissant au-dessus du taux de croissance annuel. Dans le même temps, il a été affirmé que la récente hausse des prêts bancaires aux entreprises reflète principalement un remplacement du financement de marché en réponse à la hausse du coût du financement par émission de titres de créance, de sorte que la hausse globale des emprunts des entreprises a été limitée. En outre, les prêts ont augmenté à partir de niveaux relativement bas, et l'encours des prêts bancaires aux entreprises rapporté au PIB est resté plus faible qu'il y a 25 ans. Néanmoins, la croissance du crédit aux entreprises est à présent globalement revenue aux niveaux d'avant la pandémie et plus de trois fois supérieure à la moyenne des années 2010, tandis que la croissance du crédit hypothécaire n'est que légèrement inférieure à la moyenne de cette période. Du côté des ménages, il a été noté que la demande de prêts au logement a été très forte selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la hausse moyenne de la demande au cours des deux derniers trimestres 2024 étant la plus forte déclarée depuis le début de l'enquête. Cela semble être une conséquence naturelle de la baisse des taux d'intérêt et suggère que les prêts hypothécaires continueraient d'augmenter. Toutefois, le crédit à la consommation ne s'est pas réellement amélioré l'année dernière.

La solidité des bilans des banques a contribué au redressement du crédit, même s'il a été observé que les prêts non performants et les prêts de « stade 2 » – ceux associés à une augmentation significative du risque de crédit – sont en augmentation. La reprise de la dynamique du crédit suggère également que la diminution de l'excédent de liquidité détenu par les banques sous forme de réserves

auprès de l'Eurosystème n'affecte pas défavorablement le comportement des banques en matière de prêt. Cela était à prévoir étant donné le niveau élevé des ratios de liquidité des banques, et il a été souligné que les banques pouvaient en tout état de cause constituer un large éventail d'actifs en garantie pour obtenir des liquidités de la BCE à tout moment.

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 ont noté que l'évolution de l'inflation est restée globalement conforme aux anticipations, les données disponibles étant largement en ligne avec les projections précédentes. De fait, le scénario central s'est globalement matérialisé depuis plusieurs trimestres consécutifs, avec des modifications relativement limitées des projections d'inflation. Cela est encore le cas pour les projections de mars, qui sont étroitement alignées sur les perspectives d'inflation établies précédemment. Les anticipations d'inflation sont demeurées bien ancrées, malgré l'incertitude très élevée, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuant de s'établir autour de 2 %. Cela suggère que l'inflation reste en bonne voie pour se stabiliser au niveau de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Toutefois, cette évolution continue de dépendre de la matérialisation de la baisse importante de la croissance des salaires prévue en 2025 et d'un ralentissement rapide et significatif de l'inflation dans le secteur des services au cours des prochains mois. Et, même si la hausse des prix des services s'est ralentie en février, son *momentum* doit encore montrer des signes concluants d'une tendance baissière stable.

Il a été largement considéré que l'augmentation significative de l'incertitude entourant les perspectives d'inflation, qui peuvent évoluer à la hausse ou à la baisse, constitue l'évolution récente la plus importante. Il existe de nombreuses inconnues, notamment en ce qui concerne les évolutions des droits de douane et les évolutions géopolitiques mondiales, ainsi que les perspectives relatives aux politiques budgétaires en lien avec l'augmentation des dépenses de défense et autres dépenses. Ces perspectives se sont reflétées dans les fortes variations des rendements à long terme et du taux de change de l'euro au cours des jours précédant la réunion, tandis que les prix de l'énergie ont rebondi. Cela signifie que même si le scénario de base des services de la BCE constitue toujours un point d'ancrage raisonnable, il devrait être assorti d'une probabilité plus faible qu'en période normale.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans ce contexte, il a été avancé que cette incertitude est beaucoup plus fondamentale et importante que les légères révisions qui ont été intégrées dans les projections d'inflation établies par les services de la BCE. Le profil à court terme légèrement plus élevé pour l'inflation totale dans les projections des services de la BCE s'explique principalement par les composantes volatiles telles que les prix de l'énergie et le taux de change. Depuis la date d'arrêt des projections, les prix de l'énergie ont partiellement inversé leurs hausses antérieures. L'économie se trouvant désormais dans la partie plate du processus de désinflation, de légers ajustements de la trajectoire d'inflation pourraient entraîner des variations significatives du moment précis où la cible sera atteinte. Globalement, il a été jugé que la désinflation demeure bien engagée. L'évolution de l'inflation a été globalement conforme aux anticipations des services de l'Eurosystème, et les dernières projections macroéconomiques correspondent étroitement aux perspectives d'inflation établies précédemment. Dans le même temps, il a été largement reconnu que les risques et l'incertitude ont clairement augmenté.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de la cible de 2 % à moyen terme. L'inflation *core* se ralentit et devrait continuer de baisser sous l'effet d'une nouvelle atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre et de la poursuite des pressions à la baisse sur les prix exercées par le resserrement passé de la politique monétaire. L'inflation intérieure, qui suit de près la hausse des prix des services, s'est ralentie en janvier, mais reste élevée, du fait de la poursuite de l'ajustement, avec un important décalage, des salaires et des prix de certains services à la poussée inflationniste passée. Toutefois, si la vigueur persistante du marché du travail et l'expansion budgétaire potentiellement importante sont toutes deux susceptibles d'accentuer à l'avenir les tensions sur les salaires, de nombreux signes indiquent que la croissance des salaires se ralentit comme prévu, la diminution des bénéfices amortissant en partie l'impact sur l'inflation.

S'agissant de la transmission de la politique monétaire, la dynamique récente du crédit montre que cette transmission se déroule de manière satisfaisante, le resserrement passé et les réductions récentes des taux d'intérêt se répercutant sans heurt sur les taux d'intérêt de marché, les conditions de financement, notamment les taux débiteurs bancaires, et les flux de crédit. Les réductions graduelles et prudentes des taux ont significativement contribué aux progrès accomplis vers un retour durable de l'inflation à la cible et ont permis de garantir que les anticipations d'inflation restent ancrées à 2 %, tout en assurant un atterrissage en douceur de l'économie. La politique monétaire de la BCE a soutenu l'augmentation de l'activité de prêt. Pour l'avenir, des délais dans la transmission de la politique monétaire suggèrent que, dans l'ensemble, la croissance du crédit continuera probablement de s'accélérer.

L'impact des conditions financières sur l'économie a été débattu. En particulier, il a été avancé que le niveau des taux d'intérêt et les éventuelles contraintes de financement – provenant de la disponibilité des fonds tant internes qu'externes – pourraient peser sur l'investissement des entreprises. Dans le même temps, il a été avancé que des facteurs structurels contribuent à la faiblesse de l'investissement, notamment les coûts élevés de l'énergie et de la main-d'œuvre, l'environnement réglementaire et la concurrence accrue des importations, ainsi que l'incertitude élevée, notamment concernant la politique économique et les perspectives relatives à la demande. Ces facteurs ont été considérés comme plus importants que le niveau des taux d'intérêt pour expliquer la faiblesse de l'investissement. La consommation reste également faible et le taux d'épargne des ménages demeure élevé, même si cela pourrait également être lié à la forte incertitude plutôt qu'aux taux d'intérêt.

Sur cette base, un avis a été exprimé selon lequel le fait que la politique monétaire continue d'être restrictive n'apparaît plus clairement. La dernière hausse des taux étant intervenue il y a 18 mois et la première baisse il y a neuf mois, il a été suggéré que la balance penche de plus en plus vers la transmission des baisses de taux. En outre, même si le resserrement quantitatif s'opère de manière progressive et fluide en arrière-plan, le stock d'actifs continue de comprimer les primes de terme et les taux à long terme, tandis que la diminution de la compression au fil du temps implique un resserrement.

Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, presque 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. La baisse du taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs 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.

Pour l'avenir, il a été souligné que les chocs probables à l'horizon considéré, notamment l'intensification des tensions commerciales et l'incertitude plus généralement, risquent de peser fortement sur la croissance. Il a été avancé que ces facteurs pourraient accroître le risque de manquer la cible d'inflation par le bas à moyen terme. De plus, il a été avancé que l'appréciation récente de l'euro et la baisse des prix de l'énergie depuis la date d'arrêté des projections établies par les services de la BCE, ainsi que l'accalmie sur le marché du travail et l'ancrage solide des anticipations d'inflation, atténuent les inquiétudes concernant une révision à la hausse du profil d'inflation à court terme et, plus généralement, les risques à la hausse pesant sur l'inflation. De ce point de vue, il a été avancé que se montrer prudent face à l'incertitude n'équivaut pas nécessairement à être graduel dans l'ajustement du taux d'intérêt.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En revanche, il a été soutenu que des niveaux élevés d'incertitude, notamment en ce qui concerne les politiques commerciales, les évolutions des politiques budgétaires et la rigidité de l'inflation dans les services et de l'inflation intérieure appellent à la prudence dans la définition de la politique monétaire et en particulier dans la communication. Dans les dernières projections des services de la BCE, il n'est plus prévu que l'inflation revienne à la cible de 2 % en 2025 et la date a désormais été repoussée au premier trimestre 2026. De plus, la dernière révision de la trajectoire projetée signifie que l'inflation serait alors restée supérieure à la cible pendant près de cinq ans. Cette inquiétude serait amplifiée si les risques à la hausse pesant sur l'inflation devaient se matérialiser et entraîner d'éventuels effets de second tour. Par exemple, une expansion significative de la politique budgétaire liée aux dépenses de défense et autres dépenses accentuerait les tensions sur les prix. Cela pourrait compromettre le processus de désinflation et maintenir l'inflation à un niveau plus élevé plus longtemps. En effet, les investisseurs ont immédiatement réagi aux annonces intervenues dans les jours précédant la réunion. Cela s'est traduit par un ajustement à la hausse de la courbe des taux d'intérêt de marché, avec une réduction du nombre de baisses des taux attendues, et une forte hausse des anticipations d'inflation à cinq ans dans cinq ans. La combinaison des droits de douane américains et des mesures de rétorsion pourrait également faire peser des risques à la hausse sur l'inflation, en particulier à court terme. De plus, les entreprises ont également appris à augmenter leurs prix plus rapidement en réponse aux nouveaux chocs inflationnistes.

Dans ce contexte, quelques membres du Conseil ont souligné qu'ils ne pourraient soutenir la proposition de réduire les taux d'intérêt de 25 points de base supplémentaires que s'il y avait également un changement dans la communication pour éviter toute indication de réductions futures des taux ou de la future direction à suivre, ce qui est considéré comme une forme de *forward guidance*. Un membre du Conseil s'est abstenu, car la communication proposée ne supprimait pas toute référence au caractère restrictif de l'orientation actuelle de la politique monétaire.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont examiné plus en détail dans quelle mesure la politique monétaire pourrait encore être qualifiée de restrictive après la baisse des taux d'intérêt proposée. S'il est clair qu'à chaque baisse de taux successive, la politique monétaire devient moins restrictive et se rapproche de la plupart des estimations du taux d'intérêt naturel ou neutre, des points de vue différents ont été exprimés à cet égard.

D'une part, il a été avancé qu'il n'est plus possible d'être convaincu que la politique monétaire est restrictive. Il a été noté qu'à la suite de la nouvelle réduction de 25 points de base proposée, le niveau du taux de la facilité de dépôt sera globalement égal au niveau actuel de l'inflation. Même après la hausse enregistrée ces derniers jours, les rendements à long terme restent très modestes en termes réels. Les primes de risque de crédit et de risque sur actions continuent d'être relativement contenues et l'euro n'est pas surévalué en dépit de sa récente appréciation. Sur les marchés du crédit de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

nombreux éléments indiquent également que le caractère restrictif de la politique monétaire a sensiblement diminué. La réaction du crédit à la politique monétaire est globalement conforme aux anticipations, l'effet de resserrement des hausses de taux passées cédant progressivement la place aux effets d'assouplissement exercés par les réductions de taux qui ont suivi, qui se transmettent sans heurt aux taux de marché et aux taux débiteurs bancaires. Cette modification de l'équilibre devrait impliquer une évolution continue vers un assouplissement des conditions du crédit et la poursuite de la reprise des flux de crédit. De plus, la croissance atone ne peut pas être considérée comme la preuve d'une politique restrictive, la faiblesse actuelle étant jugée par les entreprises comme largement structurelle.

De même, en faisant référence à l'encadré du *Bulletin économique* récemment publié, intitulé « Estimations du taux naturel pour la zone euro : éléments d'information, incertitudes et lacunes », il a également été noté qu'un taux de la facilité de dépôt de 2,50 % se situe dans la fourchette des estimations établies par les services de l'Eurosystème pour le taux d'intérêt naturel ou neutre, ou au moins à un niveau proche de la borne supérieure de cette fourchette. En utilisant l'éventail complet de modèles et en ignorant l'incertitude d'estimation, cette fourchette s'établit actuellement entre 1,75 % et 2,75 %. Malgré les importantes réserves et les incertitudes qui entourent ces estimations, il a été soutenu qu'elles continuent de fournir un indicateur du degré de restriction de la politique monétaire. De plus, tout en reconnaissant la forte incertitude liée aux modèles, il a été avancé que les mesures fondées sur les modèles et celles extraites des instruments de marché suggèrent que l'augmentation de l'offre nette d'obligations d'État a été un déterminant essentiel de la hausse notable du taux d'intérêt neutre au cours des trois dernières années. Dans ce contexte, il a été suggéré que la politique budgétaire expansionniste qui va être mise en œuvre en lien avec les dépenses de défense et autres dépenses – et l'augmentation probable de l'offre excédentaire d'obligations qui lui sera associée – affecteraient les taux d'intérêt réels et entraîneraient probablement une hausse persistante et significative du taux d'intérêt neutre. Cela implique que, pour un taux directeur donné, la politique monétaire serait moins restrictive.

D'autre part, il a été avancé que la politique monétaire demeurerait restrictive, même après la baisse des taux d'intérêt proposée. L'inflation est sur une trajectoire claire de retour à la cible de 2 % à moyen terme, tandis que les perspectives de croissance de la zone euro sont très moroses. La consommation et l'investissement restent atones malgré le niveau élevé de l'emploi et les hausses de salaire observées par le passé, la confiance des consommateurs demeure faible et le taux d'épargne des ménages se maintient à des niveaux élevés. Cela suggère une stagnation de l'économie, signe que la politique monétaire se situe encore en territoire restrictif. La politique budgétaire expansionniste est également susceptible d'accroître les écarts de rendement des *swaps* sur actifs entre les marchés des obligations souveraines et ceux des OIS. Avec une offre plus

importante d'obligations souveraines, cet écart d'intermédiation s'élargirait probablement, ce qui contribuerait à un durcissement des conditions de financement. De plus, il a été souligné que les dernières projections établies par les services de la BCE sont subordonnées à une courbe de marché impliquant environ trois nouvelles baisses des taux directeurs, ce qui indique qu'un taux de la facilité de dépôt de 2,50 % est supérieur au niveau nécessaire pour atteindre durablement la cible de 2 % à moyen terme. Il a été souligné, dans ce contexte, que les projections ne dépendent pas d'hypothèses relatives au taux d'intérêt neutre.

Plus généralement, il a été avancé que, même si le taux naturel ou neutre peut être un concept utile lorsque les taux directeurs en sont très éloignés et qu'il est nécessaire de communiquer sur la direction à suivre, il présente peu d'intérêt pour piloter la politique monétaire réunion par réunion. Cela s'explique en partie par le fait que son niveau est intrinsèquement non observable, et qu'il est donc sujet à une forte incertitude liée au modèle et aux paramètres, avec une large fourchette entre les estimations minimales et maximales et des variations des estimations au fil du temps.

La fourchette des estimations autour du point central et les fourchettes d'incertitude entourant chaque estimation soulignent pourquoi il est important d'éviter de trop se focaliser sur une valeur en particulier. Il est préférable de se contenter d'examiner quelle configuration de politique monétaire est appropriée à un moment donné pour atteindre la cible d'inflation à moyen terme à la lumière de l'ensemble des facteurs et des chocs affectant l'économie, y compris les éléments structurels.

S'il fallait prendre en considération le taux d'intérêt naturel ou neutre, il a été noté que la fourchette plus étroite des estimations les plus fiables établies par les services de la BCE, comprise entre 1,75 % et 2,25 %, indique que la politique monétaire reste restrictive avec un taux de la facilité de dépôt à 2,50 %. Dans l'ensemble, même si une hausse mesurable du taux d'intérêt naturel a été enregistrée depuis la pandémie, il a été avancé qu'il est peu probable qu'il ait atteint des niveaux autour de 2,5 %.

Dans ce contexte, la proposition de M. Lane de modifier la formulation de la déclaration de politique monétaire en remplaçant l'expression « la politique monétaire reste restrictive » par « la politique monétaire devient sensiblement moins restrictive » a été largement considérée comme un compromis raisonnable. D'une part, il a été reconnu qu'après une séquence prolongée de réductions des taux, le taux directeur est sans aucun doute moins restrictif qu'aux stades antérieurs de la phase d'assouplissement actuelle, mais qu'il se situe à présent dans une fourchette dans laquelle il est plus difficile de déterminer le degré précis du caractère restrictif. À cet égard, le terme « sensiblement » a été considéré comme un qualificatif important, la politique monétaire étant déjà devenue moins restrictive avec la première baisse des taux en juin 2024. D'autre part, si les taux d'intérêt ont déjà été substantiellement réduits, la formulation n'exclut pas de nouvelles réductions, même si l'ampleur et le calendrier de celles-ci sont difficiles à déterminer *ex ante*.

Dans l'ensemble, il a été jugé important que la formulation modifiée ne soit pas interprétée comme envoyant un signal dans l'une ou l'autre direction pour la réunion d'avril, une réduction et une pause se trouvant toutes deux à l'ordre du jour, en fonction des données disponibles. La modification proposée dans la communication a également été considérée comme une progression naturelle par rapport à la modification précédente, mise en œuvre en décembre. Cela a supprimé l'intention de rester « à un niveau suffisamment restrictif aussi longtemps que nécessaire », remplacée par la détermination de l'orientation appropriée de la politique monétaire, réunion par réunion, en fonction des données disponibles. De ce point de vue, il n'est pas nécessaire d'identifier le taux d'intérêt neutre, en particulier dans la mesure où la politique monétaire future pourrait devoir être supérieure, égale ou inférieure au taux neutre en fonction des perspectives d'inflation et de croissance.

Pour l'avenir, les membres ont réaffirmé que le Conseil des gouverneurs reste résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Ses décisions relatives aux taux directeurs resteront fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. L'incertitude est particulièrement élevée et s'accroît en raison des frictions croissantes dans le commerce mondial, des évolutions géopolitiques et de l'élaboration de politiques budgétaires visant à soutenir l'augmentation des dépenses de défense et autres dépenses. Cela souligne l'importance de suivre une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire.

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 6 mars 2025](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 5-6 mars 2025

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Cipollone

M. Demarco, qui remplace temporairement M. Scicluna*

M. Dolenc, sous-gouverneur de la Banka Slovenije

M. Elderson

M. Escrivá

M. Holzmann

M. Kazāks*

M. Kažimír

M. Knot

M. Lane

M. Makhlouf

M. Müller

M. Nagel

M. Panetta*

M. Patsalides

M. Rehn

M. Reinesch*

Mme Schnabel

M. Šimkus*

M. Stournaras

M. Villeroy de Galhau

M. Vujčić

M. Wunsch

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Autres participants

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. Horváth

M. Kyriacou

M. Lünnemann

M. Madouros

Mme Mauderer

M. Nicoletti Altimari

M. Novo

Mme Reedik

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šiaudinis

M. Sleijpen

M. Šošić

M. Tavlás

M. Välimäki

Mme Žumer Šujica

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 22 mai 2025.