



Réunion des 5 et 6 juin 2024

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 5 et le jeudi 6 juin 2024

4 juillet 2024

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel note que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 avril 2024, le narratif sur les marchés financiers a convergé entre les principales économies avancées. Il s'est orienté vers un cycle d'assouplissement plus progressif et des taux d'intérêt élevés durant plus longtemps, en raison d'un « dernier kilomètre » plus long pour le processus de désinflation. Le renforcement de l'économie de la zone euro, les signes d'un ralentissement de l'économie américaine et la forte appétence des investisseurs pour le risque ont été les principaux déterminants des évolutions sur les marchés financiers.

Les données macroéconomiques de la zone euro ont continué de se révéler meilleures que prévu au cours des quatre derniers mois, confortant l'opinion des investisseurs selon laquelle la reprise économique est en bonne voie. Aux États-Unis, en revanche, les surprises s'agissant des données macroéconomiques sont devenues moins favorables. Les premiers signes d'une détente du marché du travail américain et une inflation conforme aux anticipations ont atténué les inquiétudes des investisseurs concernant la nécessité éventuelle pour le Système fédéral de réserve de relever à nouveau les taux d'intérêt.

S'agissant de la manière dont les données devenues disponibles ont affecté les anticipations relatives à la politique monétaire de la BCE, le calendrier attendu pour la première baisse des taux est resté inchangé. Les marchés et les participants aux enquêtes sont presque certains qu'une première réduction de 25 points de base interviendra en juin. Toutefois, la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) s'est légèrement déplacée vers le haut au-delà de juin. Elle intègre des baisses de taux cumulées, d'ici fin 2024, inférieures d'environ 20 points de base à celles qui étaient attendues avant la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en avril. Dans l'enquête de juin réalisée auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary*

Analysts, SMA), le participant médian anticipe trois baisses de taux de 25 points de base chacune d'ici fin 2024. Ce résultat est supérieur aux baisses intégrées dans les prix de marché, mais correspond à une réduction de moins que ce qui était anticipé par les participants à l'enquête avant la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

L'inflation américaine ayant surpris à la hausse à plusieurs reprises depuis le pivotement opéré par la Réserve fédérale en décembre 2023, la fixation des prix de marché aux États-Unis s'est également progressivement réorientée vers des baisses moins nombreuses et plus tardives des taux directeurs en 2024. Plus récemment, toutefois, des données économiques plus modérées pour les États-Unis et un résultat pour l'inflation globalement en ligne avec les anticipations ont conduit les intervenants de marché à intégrer de nouveau dans les prix un cycle d'assouplissement légèrement plus accentué.

En conséquence, le narratif relatif à la divergence des politiques monétaires de part et d'autre de l'Atlantique n'a pas joué fortement jusqu'à présent. D'ici fin 2024, les baisses des taux directeurs devraient légèrement diverger, dans la mesure où la BCE devrait entamer son cycle d'assouplissement avant la Réserve fédérale, mais cette divergence devrait disparaître d'ici fin 2025. La politique monétaire devrait par conséquent rester relativement synchronisée, les marchés anticipant un cycle d'assouplissement plus progressif et plus prudent dans chacune des deux économies. Toutefois, l'incertitude entourant ce cycle d'assouplissement progressif demeure élevée de part et d'autre de l'Atlantique.

Les anticipations des marchés relatives à un cycle d'assouplissement plus progressif et l'incertitude élevée entourant la trajectoire des taux reposent sur l'anticipation d'une trajectoire de désinflation plus prolongée et plus irrégulière. Début 2024, les investisseurs s'attendaient à une désinflation rapide et continue. À ce moment-là, les marchés intégraient dans les prix un retour de l'inflation totale (hors tabac) dans la zone euro à la cible de 2 % d'ici juin 2024 et un maintien autour de ce niveau par la suite. Depuis lors, les marchés ont progressivement intégré dans les prix un profil d'inflation plus irrégulier. Si les investisseurs s'attendent toujours à ce que l'inflation soit proche de 2 % d'ici juin 2025, ils prévoient qu'elle oscille dans une fourchette comprise entre 2,3 % à 2,5 % au moins jusqu'à fin 2024. Dans le même temps, le profil de l'inflation à moyen et long termes s'est également inscrit en légère hausse, ce qui suggère que les investisseurs n'anticipent pas un scénario dans lequel l'inflation reviendrait à des niveaux inférieurs à la cible, comme observé durant la période d'« inflation durablement faible ».

La reconvergence des anticipations relatives aux taux directeurs entre la zone euro et les États-Unis s'est également reflétée dans les rendements sans risque à plus long terme. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, le *spread* entre les rendements nominaux aux États-Unis et dans la zone euro s'est réduit par rapport à son pic d'avril. Les variations des écarts de rendement entre la zone euro et les États-Unis se sont reflétées dans le taux de change euro-dollar, l'euro ayant récemment effacé une partie de ses pertes vis-à-vis du dollar.

Les conditions financières dans la zone euro ont été contrastées ces dernières semaines. Les prix des actifs risqués ont constitué un déterminant important de ces conditions. Après la correction à la baisse intervenue sur les marchés des actions mi-avril 2024, lorsque les baisses de taux aux États-Unis ont été repoussées dans le temps, les marchés boursiers se sont redressés dans les principales économies, atteignant même temporairement de nouveaux points hauts historiques dans la zone euro et aux États-Unis.

La combinaison d'un sentiment robuste à l'égard du risque à l'échelle mondiale et d'une reprise de la dynamique de la croissance intérieure a également continué de contenir les écarts de rendement des obligations souveraines. Dans le même temps, l'absorption des obligations d'État de la zone euro par les marchés est restée harmonieuse, soutenue par des conditions de liquidité favorables. L'absorption sans heurt par le marché a été encore plus remarquable si l'on considère la nouvelle augmentation des émissions nettes d'obligations d'État de la zone euro en 2024. Parallèlement à la réduction de l'empreinte de marché de l'Eurosystème, cela s'est traduit par des niveaux record d'offre nette en 2024.

La forte appétence pour le risque des investisseurs a favorisé des écarts de rendement faibles pour les obligations d'entreprises, qui se sont encore resserrés pour les obligations à haut rendement depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en avril. Par conséquent, les risques de correction des prix continuent d'être élevés, en particulier sur le compartiment à haut rendement. Dans l'ensemble, les configurations des prix d'actifs sur les marchés des actions et sur le compartiment des obligations souveraines et d'entreprises mettent en évidence des valorisations tendues sur les segments plus risqués du marché et des risques de correction des prix si le sentiment historiquement robuste à l'égard du risque se retourne.

La valorisation des marchés des actifs risqués continue d'être soutenue par une liquidité de banque centrale toujours abondante. L'excédent de liquidité de la zone euro a continué de diminuer et s'est établi à 33 %, ou 1 600 milliards d'euros, au-dessous de son pic de 4 700 milliards atteint en novembre 2022. L'écart entre le taux à court terme de l'euro (€STR) et le taux de la facilité de dépôt montre peu de signes d'un relèvement par rapport à son plancher. À – 9,3 points de base, il reste proche des niveaux observés au cours de l'année dernière.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

En commençant par l'économie mondiale, M. Lane a souligné que 2023 a encore fait partie du processus de normalisation post-pandémie. L'offre a été un déterminant important de la forte performance de la croissance mondiale, tandis que les prix à l'exportation des concurrents de la zone euro ont diminué. L'effet de report de cette situation a été en partie responsable des faibles niveaux

de variation des prix des biens observés actuellement dans la zone euro. Les évolutions de l'activité mondiale ont été favorables jusqu'en avril, principalement en raison de données qualitatives, mais les perspectives relatives au commerce international au deuxième trimestre sont contrastées.

Pour la période à venir, les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème ont reposé sur la base d'un environnement extérieur stable. En rythme annuel, le PIB mondial hors zone euro devrait croître de 3,3 % en 2024 et 2025. La croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait se redresser cette année, ressortant à 2,1 % après 0,8 % l'année dernière. Par la suite, elle devrait croître à un rythme de 3 % environ. L'euro est resté globalement stable aussi bien vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs nominaux depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans une perspective de plus long terme également, le taux de change EUR/USD a été globalement stable, même si l'euro s'est apprécié depuis le début de l'année en termes pondérés des échanges commerciaux. Les prix du pétrole ont affiché d'importantes fluctuations au cours de l'année dernière et ont diminué de 16 % pour s'établir à 78 dollars le baril depuis la réunion d'avril du Conseil des gouverneurs. Pour l'avenir, ils devraient rester volatils, ce qui est également lié aux risques géopolitiques. Dans le même temps, les prix du gaz ont évolué dans la direction opposée : depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, les prix du gaz en Europe ont augmenté de 32 % pour s'établir à 36 euros par mégawatt, même si la demande est restée modérée et que les niveaux de stockage du gaz sont élevés.

S'agissant de la zone euro, l'inflation totale s'est établie à 2,6 % en mai selon l'estimation rapide, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'en avril. Les prix de l'énergie ont augmenté en mai pour s'établir à 0,3 % après avoir baissé de - 0,6 % en avril, principalement en raison d'effets de base haussiers, tandis que la variation des prix des produits alimentaires est revenue à 2,6 % en mai, après 2,8 % en avril. L'inflation hors énergie et produits alimentaires (inflation *core*) a augmenté, ressortant à 2,9 % en mai après 2,7 % en avril. Le ralentissement de la hausse des prix des biens, de 0,1 point de pourcentage à 0,8 %, a été compensé par un rebond de la hausse des prix des services, à 4,1 % en mai, après un ralentissement en avril – pour la première fois en cinq mois – à 3,7 %.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué, reflétant la dissipation de l'impact des importants chocs d'offre passés et de l'atonie de la demande, et sont orientées à la baisse, revenant vers 2 %. Dans le même temps, certains indicateurs d'inflation sous-jacente sont restés relativement élevés, reflétant la dissipation décalée des chocs inflationnistes passés, les fortes hausses actuelles des coûts de main-d'œuvre et/ou la réévaluation ponctuelle de certains postes des services.

La croissance des salaires demeure élevée, sous l'effet de l'ajustement en cours de la poussée d'inflation récente. La croissance des salaires négociés a augmenté, ressortant à 4,7 % au premier trimestre 2024, soit 0,2 point de pourcentage de plus qu'au dernier trimestre 2023. La croissance plus forte au premier trimestre s'explique notamment par des paiements exceptionnels très importants dans le secteur public de la plus grande économie de la zone euro. Plus largement, la conception de

certaines accords salariaux pluriannuels dans cette économie prévoit d'importantes augmentations en 2024 – pour compenser l'absence d'ajustements préalables à la poussée de l'inflation – mais des augmentations beaucoup plus faibles en 2025.

Les outils prospectifs de suivi des salaires ont signalé que la dynamique des salaires resterait robuste en 2024, mais ralentirait en 2025. Pour cette année, de nombreux contrats salariaux ont déjà été conclus. L'outil de suivi des salaires d'Indeed a diminué, revenant à 3,4 % en avril. De même, les entreprises participant à l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*) en avril s'attendent à une augmentation des salaires de 4,3 % en 2024, contre 5,4 % en 2023. Par conséquent, la croissance des salaires demeurerait un déterminant clé de l'inflation en 2024, même si l'impact net des hausses des coûts de main-d'œuvre sur les prix est amorti par une contribution plus faible des bénéfices.

Le déflateur du PIB devrait rester élevé au premier trimestre 2024, mais décélérer fortement par rapport au quatrième trimestre 2023, où il s'est établi à 5,3 %. Par conséquent, le ralentissement des tensions sur les prix intérieurs se poursuit et les projections tablent sur une nouvelle modération. Cette prévision repose sur la compression en cours des bénéfices et sur une baisse continue des coûts unitaires de main-d'œuvre, liées à l'ampleur de l'amélioration procyclique de la productivité.

L'inflation devrait fluctuer autour des niveaux actuels au cours des prochains mois. Le profil de l'inflation totale en 2024 a été affecté par le retrait des mesures budgétaires et les effets de base haussiers liés à l'énergie. L'inflation totale devrait ensuite revenir à la cible au second semestre de l'année suivante, en raison d'une croissance des coûts de main-d'œuvre plus faible en 2025 qu'en 2024, des répercussions différées et graduelles du récent resserrement de la politique monétaire sur les prix à la consommation, et de l'atténuation des effets de la crise énergétique et de la pandémie sur la dynamique des prix et des salaires. Les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'inflation s'établira, en moyenne, à 2,5 % en 2024, à 2,2 % en 2025 et à 1,9 % en 2026. Par rapport aux projections de mars établies par les services de la BCE, l'inflation totale a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2024 et 2025 et est restée inchangée pour 2026.

S'agissant de l'inflation *core*, les services de l'Eurosystème tablent sur une hausse moyenne de 2,8 % en 2024, 2,2 % en 2025 et 2,0 % en 2026. Cela implique une révision à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2024 et de 0,1 point de pourcentage pour 2025, tandis que la projection pour 2026 reste inchangée.

Un élément central de cette projection a été le ralentissement progressif de la croissance des salaires nominaux par rapport à des niveaux initialement élevés. L'impact haussier lié aux mesures de compensation prises face à l'inflation dans un contexte de marchés du travail tendus a été considéré comme s'estompant au cours de la période à venir. Une reprise de la croissance de la productivité devrait favoriser la modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. De plus, la croissance des bénéfices devrait se ralentir et amortir en partie la répercussion des coûts de main-d'œuvre sur les prix.

Les mesures des anticipations d'inflation à court terme ont diminué depuis l'année précédente, tandis que les anticipations d'inflation à plus long terme sont restées globalement stables, la plupart s'établissant à 2 % environ.

Compte tenu de l'incertitude qui les entoure, il est utile de comparer les projections pour le quatrième trimestre de chaque année. Le quatrième trimestre a été moins affecté par les effets de report. Par rapport aux perspectives de septembre 2023, les projections de décembre, de mars et de juin ont confirmé de nouveau le retour rapide de l'inflation à la cible. La stabilité de l'inflation projetée fin 2025 au cours des quatre derniers exercices de projections a été remarquable. En outre, les perspectives d'inflation pour 2026 ont été de nouveau confirmées au cours des deux derniers exercices.

S'agissant de l'activité économique, après cinq trimestres de stagnation, le PIB de la zone euro a augmenté de 0,3 % au premier trimestre 2024. Les agrégats préliminaires pour les chiffres du PIB national disponibles à ce jour montrent que la croissance économique au premier trimestre a principalement résulté des exportations nettes, et que la demande intérieure n'a joué qu'un rôle relativement limité. Les informations disponibles vont dans le sens d'une poursuite de la croissance à court terme, en raison d'une accélération de la consommation dans un contexte de hausse du revenu réel disponible et d'amélioration de la confiance. À moyen terme, l'incidence négative du resserrement récent de la politique monétaire devrait graduellement s'estomper. La croissance bénéficierait également de la vigueur des marchés du travail, le taux de chômage poursuivant son recul à partir de niveaux historiquement bas.

Le secteur des services s'est développé à un rythme soutenu, l'hôtellerie et la restauration contribuant à ce dynamisme. Selon l'enquête auprès des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Index*, PMI), l'activité du secteur manufacturier s'est également nettement améliorée en mai, mais elle a continué d'afficher une contraction.

S'agissant de la consommation, les enquêtes ont signalé de fortes évolutions dans les services nécessitant de nombreux contacts, tandis que pour les biens – les produits du commerce de détail et les biens durables tels que les voitures – les enquêtes ont indiqué des chiffres nettement inférieurs aux niveaux normaux. La confiance des consommateurs s'est clairement redressée au cours de l'année 2023 avec l'amélioration des termes de l'échange, mais elle est restée relativement stable depuis plusieurs mois déjà. L'incertitude des consommateurs a baissé, mais reste relativement élevée. L'investissement dans l'immobilier résidentiel a augmenté au premier trimestre – soutenu par des facteurs temporaires dans la plus grande économie de la zone euro, comme les conditions météorologiques clémentes. L'investissement des entreprises devrait augmenter au cours de l'année.

Pendant la majeure partie de 2023, les importations mondiales ont augmenté plus fortement que les exportations de la zone euro, entraînant une perte de parts de marché pour la zone euro. Depuis début 2024, les exportations de la zone euro ont augmenté plus rapidement que les importations mondiales, mais celles-ci sont en train de se ralentir. Les indices PMI prospectifs sont restés modérés pour les exportations, une expansion de l'activité dans le secteur du tourisme était toutefois

attendue, mais pas de la même ampleur que lors des deux années précédentes.

Le taux de chômage a légèrement diminué en avril, à 6,4 %, soit le niveau le plus bas depuis la création de l'euro. L'emploi a augmenté en ligne avec l'activité économique au premier trimestre et devrait croître modérément au deuxième trimestre. Certains indicateurs suggèrent un assouplissement marginal des conditions du marché du travail. Le taux de vacance d'emploi a diminué de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 2,8 % au premier trimestre de l'année, un niveau toujours élevé qui poursuit toutefois sa décélération progressive par rapport à son pic du deuxième trimestre 2022. Les offres d'emplois sur Indeed suggèrent que cette tendance se poursuivra au deuxième trimestre.

Les évolutions des politiques budgétaires vont dans le sens d'une amélioration du solde budgétaire au cours des prochaines années. L'ajustement budgétaire activement mis en œuvre en 2024 a été jugé plus aisé qu'au cours des années d'austérité car en grande partie lié au retrait des aides fiscales, ce qui est beaucoup moins douloureux qu'une baisse des salaires ou une réduction de l'emploi. Les multiplicateurs budgétaires sont également plus faibles. S'agissant de la dynamique, une révision seulement limitée des plans budgétaires a été constatée par rapport aux projections de mars.

La reprise devrait se renforcer au cours des trimestres à venir. Les dernières projections prévoient une croissance économique de 0,9 % en 2024, 1,4 % en 2025 et 1,6 % en 2026. Par rapport aux projections de mars, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2024, sous l'effet de la surprise positive du début de l'année et de l'amélioration des informations prospectives. Pour 2025, elles ont été légèrement révisées à la baisse, de 0,1 point de pourcentage, tandis qu'elles demeurent inchangées pour 2026.

Les taux d'intérêt de marché sans risque ont augmenté pour la plupart des échéances depuis la précédente réunion de politique monétaire. Le marché a intégré dans ses prix des taux réels plus hauts dans le contexte de chiffres plus élevés que prévu pour l'inflation et d'une économie plus solide. Les coûts de financement se sont stabilisés à des niveaux restrictifs du fait de la transmission au système financier des hausses passées des taux d'intérêt directeurs. Les taux d'intérêt moyens des nouveaux crédits aux entreprises et des nouveaux prêts hypothécaires sont restés inchangés en avril, à 5,2 % et 3,8 % respectivement. La dynamique du crédit reste faible. Les prêts bancaires aux entreprises ont progressé à un rythme annuel de 0,3 % en avril, légèrement plus bas qu'au mois précédent. La croissance des prêts aux ménages est demeurée inchangée à 0,2 % en rythme annuel. Le taux de croissance annuel de la monnaie au sens large mesurée par M3 est ressorti à 1,3 % en avril, après 0,9 % en mars, l'excédent en hausse du compte des transactions courantes de la zone euro et la demande de titres libellés en euro par les non-résidents ayant donné lieu à des entrées monétaires en provenance de l'extérieur de la zone euro.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Globalement, l'évaluation conjointe actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire (les trois éléments de la « fonction de réaction » de la BCE) a soutenu une confiance accrue dans la convergence au plus tôt et de manière durable de l'inflation vers la cible. En particulier, selon les projections des services de la BCE, l'inflation devrait passer de 5,4 % en 2023 à 2,5 % en 2024, en moyenne, et revenir vers la cible au cours du second semestre 2025. Reflétant un renchérissement de l'énergie et des matières premières non énergétiques, ainsi que les récentes surprises à la hausse en matière d'inflation dans le secteur des services, cette désinflation est un peu plus lente que dans les projections actualisées. Dans le même temps, les données devenues disponibles suggèrent que le redressement économique ne s'opère qu'à un rythme modéré (ce qui indique des risques limités de tensions sur l'inflation induites par la demande).

Une analyse granulaire des déterminants de l'inflation intérieure, de la hausse des prix des services et de la croissance des salaires indique que ceux-ci devraient enregistrer une forte décélération en 2025 par rapport à 2024. Les données partielles déjà disponibles pour le premier trimestre 2024 montrent également que la compression des profits unitaires contribue à absorber la croissance des salaires, justifiant une confiance accrue en l'hypothèse que les profits joueraient un important rôle d'amortisseur. Au fil du temps, la désinflation sera soutenue par l'orientation restrictive de la politique monétaire et la dissipation de l'effet exercé par l'inflation passée sur les tensions actuelles sur les prix, tandis que l'effet compensateur du retrait des mesures de soutien budgétaire disparaîtra des données.

Par rapport au début de la période de détention en septembre 2023, quand la BCE a porté les taux directeurs à leur niveau actuel, le retour rapide attendu de l'inflation à la cible a été de nouveau confirmé dans les exercices de projection de décembre, mars et juin. Par exemple, le taux d'inflation prévu pour fin 2025 s'est révélé remarquablement stable sur les quatre derniers exercices de projection. En particulier, entre les exercices de septembre 2023 et de juin 2024, le taux d'inflation mesuré par l'IPCH prévu pour le quatrième trimestre 2025 par rapport à un an auparavant a fluctué au sein d'un intervalle très étroit compris entre 1,9 % et 2,0 %. Les perspectives d'inflation pour 2026 ont été confirmées sur les deux derniers exercices de projection. De plus, le rythme global de désinflation a été plus rapide que prévu. Sur cette période, l'inflation a baissé de 2,6 points de pourcentage. Si, au début de la période de détention, les services de la BCE prévoyaient une inflation moyenne à 5,6 % en 2023 et 3,2 % en 2024, elle s'est en fait établie à 5,4 % en 2023 et le taux d'inflation pour 2024 a été revu à la baisse à 2,5 % dans le dernier exercice de projection. L'ensemble des indicateurs de l'inflation sous-jacente a également affiché des progrès considérables par rapport au début de la période de détention, la plupart des mesures s'inscrivant en baisse vers 2 %. Cette amélioration du profil de l'inflation a réduit le risque que pose une inflation « trop élevée trop longtemps » pour la stabilité des anticipations d'inflation, notamment par le biais de son

impact sur les accords salariaux futurs. Les mesures des anticipations d'inflation à court terme ont baissé ces derniers mois, alors que les anticipations à long terme sont restées globalement stables, la plupart se situant autour de 2 %.

Dans le même temps, le côté transmission de la fonction de réaction est resté solide. Les taux hypothécaires sont sensiblement inférieurs à leur pic de l'automne dernier, mais les indices relatifs à l'accessibilité aux prêts hypothécaires indiquent toujours des conditions restrictives. Les taux appliqués aux prêts aux entreprises se sont stabilisés en termes nominaux (et ont donc augmenté en termes réels), freinant la demande de financement externe. L'activité se redresse, quoique dans une moindre mesure dans les segments de la demande les plus sensibles aux taux d'intérêt, tels que la construction (abstraction faite des facteurs temporaires) et l'investissement des entreprises hors construction. Globalement, les données devenues disponibles relatives aux conditions de financement indiquent que l'orientation monétaire reste restrictive et cela contribuera à maintenir le processus désinflationniste. En particulier, par rapport au début de la période de détention, les taux réels appliqués aux entreprises et aux ménages ont fortement augmenté.

Une décision relative aux taux d'intérêt doit être robuste pour un large éventail de scénarios. À un niveau encore clairement restrictif de 3,75 % pour le taux de la facilité de dépôt, on pourrait remédier aux chocs à la hausse sur l'inflation même s'ils sont importants (y compris une hausse des prix des services plus persistante que prévu ou une transmission de la politique monétaire plus faible que prévu) par un rythme plus lent de réduction des taux par rapport à la trajectoire des taux de référence intégrée dans les projections. Dans le même temps, un niveau de taux directeur de 3,75 % offre une protection plus importante contre les chocs à la baisse qu'un niveau resté à 4,0 %.

Sur la base de cette évaluation, il est désormais opportun de modérer le caractère restrictif de la politique monétaire, après avoir maintenu les taux directeurs au même niveau pendant neuf mois. En conséquence, M. Lane a proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient abaissés de 25 points de base.

Dans le même temps, M. Lane a souligné que le niveau élevé d'incertitude et les tensions sur les prix toujours importantes qui ressortent des indicateurs relatifs à l'inflation intérieure, à l'inflation dans le secteur des services et à la croissance des salaires indiquent qu'il convient de maintenir une orientation restrictive de la politique monétaire, en suivant une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de cette orientation restrictive. Au fil du temps, les données disponibles fourniront des informations sur l'équilibre entre des éléments ponctuels et la composante persistante de l'inflation, tandis que l'évolution de la dynamique des coûts (y compris l'interaction entre la rémunération et la productivité) et la capacité domestique de fixation des prix dépendra de la force et de la composition de la reprise conjoncturelle. Pour dresser la carte de la trajectoire future de la politique monétaire, le Conseil des gouverneurs doit également conserver son cadre d'évaluation en trois parties fondé sur les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et l'état de la transmission de la politique monétaire.

Le Conseil des gouverneurs doit aussi confirmer l'intention dont il a précédemment fait état de réduire le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois, en moyenne, au second semestre de l'année, et réitérer son intention de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre du PEPP fin 2024. Les modalités opérationnelles des réinvestissements partiels des remboursements au titre du PEPP doivent suivre étroitement le précédent que constitue la phase de réinvestissement partiel de l'APP, ce qui contribuera à garantir que le processus demeure transparent et aussi neutre que possible pour la fixation des prix sur les marchés financiers. De plus, M. Lane a proposé que la flexibilité continue d'être permise dans les réinvestissements associés au PEPP restants, en tant que première ligne de défense efficace contre les risques de fragmentation, mais qu'il n'exercerait cette flexibilité qu'en cas de détérioration des conditions de marché.

Enfin, conformément à la stratégie de politique monétaire, les services de la BCE ont procédé à une évaluation des liens entre politique monétaire et stabilité financière. L'analyse suggère que les banques de la zone euro demeurent résistantes. L'amélioration de l'environnement économique a favorisé la stabilité financière, mais les importants risques géopolitiques assombrissent les perspectives. Un resserrement inattendu des conditions de financement mondiales pourrait provoquer une revalorisation des actifs financiers et non financiers, ce qui aurait des effets négatifs sur l'économie dans son ensemble. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières. Les mesures en place, ou qui entreront bientôt en vigueur, contribuent à maintenir la capacité de résistance du système financier.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'environnement extérieur, les dernières données qualitatives et quantitatives font état d'une dynamique soutenue de l'activité mondiale et d'un renforcement du commerce mondial au premier semestre 2024. Les membres du Conseil ont évoqué l'incertitude liée aux évolutions politiques et économiques dans les deux plus grandes économies du monde et leurs potentielles répercussions sur la zone euro. Une question a été posée sur les politiques de croissance adoptées en Chine et leur incidence sur l'activité et l'inflation dans la zone euro. Une forte expansion des capacités manufacturières stimulerait les exportations chinoises et impliquerait probablement une perte de parts de marché à l'exportation et une croissance économique plus faible pour la zone euro, allant de pair avec une accentuation des forces désinflationnistes. Dans le même temps, si une grande partie de la capacité de production européenne devait être évincée du marché, cela donnerait lieu à des annulations d'investissements coûteuses avec d'éventuelles conséquences inflationnistes.

Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que le système commercial mondial puisse se fragmenter davantage en blocs économiques distincts si les autorités s'engageaient dans des augmentations réciproques des droits de douane. Si jusqu'ici la démondialisation n'apparaît pas encore clairement dans les données, elle est néanmoins considérée comme un risque important pour l'avenir. Il est toutefois difficile de quantifier ce risque, dont la concrétisation pourrait aller de conséquences limitées au niveau sectoriel à une rupture plus large des liens commerciaux. Il a été avancé que la démondialisation, le renforcement du protectionnisme et l'augmentation des coûts liés au changement climatique sont des tendances mondiales qui affectent l'offre et entraînent des tensions inflationnistes à plus long terme.

S'agissant de l'économie de la zone euro, les membres du Conseil ont largement fait remarquer que les projections de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème incluent des révisions à la hausse de la croissance économique comme de l'inflation. L'inflation devrait rester supérieure à la cible pendant une bonne partie de l'année prochaine. L'inflation totale et l'inflation *core* ont toutes deux été révisées à la hausse pour 2024 et 2025 par rapport aux projections de mars. S'agissant de l'activité économique, les dernières données disponibles confirment la reprise qui avait été anticipée lors des précédents exercices de projections. Après cinq trimestres de stagnation, l'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,3 % au premier trimestre 2024.

Il a été considéré que la surprise à la hausse observée au premier trimestre pour la croissance devait apaiser les craintes d'une concrétisation des risques à la baisse identifiés lors des discussions précédentes. Les craintes que la politique monétaire ne ralentisse excessivement la croissance ont également diminué. Toutefois, il a été avancé que ce résultat meilleur que prévu s'est appuyé sur un redressement de la construction et des exportations nettes reflétant en partie des facteurs temporaires. Néanmoins, cette surprise a incité les services de l'Eurosystème à revoir nettement à la hausse leurs anticipations de croissance pour 2024, après une succession d'exercices de projection intégrant des révisions à la baisse.

Dans ce contexte, des doutes ont été émis quant à savoir si la reprise interviendrait comme prévu, dans la mesure où cela dépendait d'un redressement de la consommation privée qui n'était pas visible dans les données pour le moment. Il a également été noté que les projections des services de l'Eurosystème impliquaient une révision à la hausse du taux d'épargne. En outre, des inquiétudes ont été exprimées concernant le fait que, compte tenu des incertitudes politiques au niveau national et géopolitiques, le taux d'épargne pourrait être encore plus élevé qu'anticipé. Si ce devait être le cas, la consommation pourrait être réduite pendant plus longtemps. Toutefois, la révision à la hausse de l'épargne des ménages intervenant parallèlement à des perspectives de croissance plus favorables – et cette révision maintenant le taux bien au-dessus des niveaux d'avant la pandémie –, une plus forte propension à consommer pourrait également être envisagée avec le risque à la hausse associé sur la croissance de la consommation dans le scénario de référence.

De même que la consommation, l'investissement est resté faible au premier trimestre. Il a été avancé

que cela reflétait probablement un nombre assez important d'investissements de remplacement, donc on ne pouvait pas attendre une forte impulsion en faveur de la reprise. L'investissement des entreprises est freiné par l'atonie de la demande finale et par les coûts d'emprunt élevés. Dans le même temps, il a été suggéré que, d'un point de vue sectoriel, le redressement attendu de l'activité est en bonne voie. La faiblesse du secteur manufacturier semble avoir atteint son point bas, et les dernières données tirées d'enquêtes confortent l'idée d'une reprise tirée par les services. Même si l'incidence de la politique monétaire restrictive semble s'atténuer progressivement, le secteur des services a de toute manière été moins fortement touché. Il s'agit en effet d'un secteur à moins forte intensité de capital et donc moins sensible aux taux d'intérêt, bien qu'il continue de réagir à l'influence indirecte de la politique monétaire par le biais d'une modération générale de la demande agrégée. Le tourisme est considéré comme une composante importante de la croissance des services et son évolution a été soutenue dans une large mesure par les revenus réels intérieurs dans la zone euro et, dans une moindre mesure, par la demande extérieure.

S'agissant du marché du travail, les membres du Conseil estiment, globalement, qu'il a fait preuve d'une robustesse persistante. Il a joué un rôle essentiel dans l'atterrissage en douceur de l'économie. Le fait que les indicateurs de marché relatifs au maintien de sureffectifs soient restés relativement inchangés et qu'il n'y ait pas davantage de licenciements ni de chômage – du moins dans l'industrie et la construction – est une source de perplexité. Des pénuries de main-d'œuvre persistent, en particulier dans le secteur des services. Dans le même temps, il a été souligné qu'étant donné le niveau historiquement élevé de l'emploi et le faible taux de chômage, on ne peut raisonnablement s'attendre qu'à un ralentissement du marché. En outre, les créations nettes d'emplois masquent des chiffres beaucoup plus élevés pour la rotation des effectifs et la signature de nouveaux contrats, ce qui suggère que les entreprises utilisent cette stratégie pour renforcer les gains de productivité et ainsi contribuer à absorber une masse salariale en hausse.

S'agissant des politiques budgétaires et structurelles, les membres du Conseil ont réaffirmé que les politiques nationales devraient avoir pour objectif de rendre l'économie plus productive et plus compétitive. Cela contribuerait à augmenter la croissance potentielle et à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. Une mise en œuvre efficace, rapide et complète du programme NextGeneration EU (NGEU), des progrès vers l'union des marchés de capitaux et l'achèvement de l'union bancaire ainsi que le renforcement du marché unique favoriseraient l'innovation et accroîtraient les investissements dans les transitions écologique et numérique. La mise en œuvre intégrale et sans délai du cadre de gouvernance économique révisé de l'UE aiderait les pouvoirs publics à réduire de manière durable leurs déficits budgétaires et leurs ratios de dette. Il a été souligné qu'une mise en œuvre rapide et exhaustive des programmes NGEU dans les domaines de l'innovation et de la transition écologique contribuerait également à réduire les tensions sur les prix à moyen terme. Des craintes ont été exprimées quant au fait que, dans une période marquée par l'incertitude politique et des élections multiples, la politique budgétaire soit moins consolidée d'ici la fin de l'année que prévu dans les projections actuelles.

Dans ce contexte, les membres du Conseil estiment que les risques pesant sur la croissance économique sont équilibrés à court terme, mais qu'ils demeurent orientés à la baisse à moyen terme. Une économie mondiale plus faible ou une montée des tensions commerciales entre les grandes économies freinerait la croissance de la zone euro. La guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et le conflit tragique au Moyen-Orient constituent des sources majeures de risques géopolitiques. Des évolutions géopolitiques défavorables pourraient conduire à une baisse de confiance des entreprises et des ménages dans l'avenir et à des perturbations du commerce international. La croissance pourrait également être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Elle pourrait être plus soutenue si l'inflation se ralentissait plus rapidement qu'attendu et si l'augmentation de la confiance et la hausse des revenus réels se traduisait par des dépenses plus importantes qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croissait plus fortement que prévu. Il a été suggéré que des risques pour la croissance pourraient également résulter des augmentations de salaire si celles-ci étaient dissociées du rythme auquel les entreprises peuvent raisonnablement absorber les hausses de productivité, ce qui entraînerait une perte de compétitivité et de parts de marché et, au final, une baisse des investissements et de l'activité. D'un autre point de vue, une reprise économique plus faible qu'attendu modérerait les hausses de productivité attendues et entraînerait une baisse des marges bénéficiaires. Cela réduirait la capacité de l'économie à absorber les hausses du salaire réel déjà intégrées dans les contrats salariaux et dans le scénario de référence des projections.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle les dernières données reflètent le profil irrégulier de l'inflation totale attendu en 2024. D'une part, le fait que les derniers chiffres relatifs à l'inflation totale et, plus particulièrement, s'agissant de la composante des services, sont plus élevés que dans les projections de mars 2024, a été considéré comme accroissant l'incertitude autour de la poursuite de la trajectoire de désinflation. D'autre part, les membres du Conseil ont fait valoir que la surprise à la hausse ressortant des dernières données a été intégrée par les services de l'Eurosystème dans les projections de juin sans compensation ultérieure, ce qui constituait une approche prudente.

Il a été souligné que la révision à la hausse de l'inflation pour 2024 et 2025 a repoussé le retour à la cible à fin 2025. Si la projection pour 2026 reste inchangée, il a été indiqué que cela repose sur l'hypothèse que la hausse des prix de l'énergie et celle des produits alimentaires resteront au-dessous de leurs moyennes de long terme. Compte tenu de la nature typiquement volatile de ces deux composantes et de leur exposition au contexte géopolitique ainsi qu'au changement climatique et aux politiques de transition, ces hypothèses favorables ont été jugées hautement incertaines. À court terme, la trajectoire d'inflation projetée pour le reste de l'année est irrégulière, principalement en raison d'effets de base, et a donc été anticipée. Après correction de la trajectoire d'inflation pour tenir compte de ces effets de base, les résultats récents comme la tendance projetée sur l'horizon à court terme sont considérés comme orientés clairement à la baisse. Il a été largement souligné que, malgré les surprises à la hausse de l'inflation en avril et en mai, la tendance générale reste celle d'une

désinflation continue.

Les membres du Conseil ont noté que les chiffres de l'inflation pour mai ont été diffusés après la date d'arrêt des projections. L'inflation dans les services, à 4,1 % en mai, a surpris à la hausse, s'est avéré persistante et faisait preuve d'une dynamique soutenue. Toutefois, une persistance importante est déjà intégrée aux projections, et il a donc été avancé que les résultats récents ne doivent pas être interprétés sans ambiguïté comme un risque à la hausse pesant sur la trajectoire de référence actuelle de l'inflation. La vigueur de la hausse des prix des services au cours des derniers mois provient, dans une large mesure, de la modification de prix dont le changement est en général peu fréquent, dans des domaines tels que l'assurance et la santé. La part de la hausse des prix des services sensible aux salaires a continué de se modérer. Il a été noté que, s'agissant de l'inflation *core*, la persistance de la hausse des prix des services a jusqu'à présent été globalement contrebalancée par la forte désinflation dans le secteur des biens. On ne peut s'attendre à ce que cela continue, compte tenu de l'atténuation des effets de l'inversion des chocs d'offre passés. En outre, de nouveaux facteurs défavorables pourraient émerger concernant la hausse des prix des biens, dans un monde davantage sujet à des perturbations fréquentes des chaînes d'approvisionnement, à la fragmentation géopolitique, au protectionnisme et aux dynamiques du changement climatique. À l'avenir, une faible inflation affectant les biens ne compensera donc pas nécessairement de façon fiable un dépassement de l'objectif d'inflation dans les services.

En ce qui concerne les tensions d'origine intérieure sur les prix, les salaires continuent d'augmenter fortement, compensant la forte hausse passée de l'inflation, et sont désormais le principal déterminant de sa persistance. En raison du caractère progressif du processus d'ajustement des salaires et du rôle important joué par les paiements exceptionnels, le rattrapage des prix par les salaires est susceptible d'alimenter l'inflation pendant une longue période, comme le montre le redressement de la croissance des salaires négociés au premier trimestre. Tous les indicateurs relatifs aux coûts de main-d'œuvre – y compris le nouvel indice du coût de la main-d'œuvre produit par Eurostat – se situent à des niveaux très élevés, et la modération attendue doit encore se concrétiser. Dans le même temps, les indicateurs prospectifs indiquent un ralentissement de la croissance des salaires en cours d'année. Les bénéfices absorbent une partie de l'augmentation prononcée des coûts de main-d'œuvre unitaires, réduisant ses effets inflationnistes.

Il a été réaffirmé que les salaires constituent un élément-clé dans l'évaluation des perspectives d'inflation. Cela est dû en particulier à leur rôle important dans la fixation des prix des services, mais il faut prendre en compte une série d'indicateurs pour former une évaluation holistique. La croissance des salaires négociés s'est accélérée pour atteindre 4,7 % au premier trimestre 2024. En outre, les données déjà disponibles pour un certain nombre de pays de la zone euro suggèrent que la croissance de la rémunération par tête pour l'ensemble de la zone au premier trimestre devrait se maintenir aux niveaux élevés enregistrés au quatrième trimestre 2023.

Il a été souligné que la plupart des dernières informations relatives aux salaires ont déjà été intégrées au scénario de référence des projections macroéconomiques de juin et qu'aucun risque à la hausse n'est donc signalé. Toutefois, ces mêmes données ont déjà contribué à des révisions à la hausse de la croissance des salaires par rapport aux projections de mars, ce qui rappelle l'importance de ne pas sous-estimer la vigueur de la dynamique des salaires et la possibilité de nouvelles surprises au cours de l'année 2024. Dans le même temps, il a été souligné que, compte tenu des estimations par pays disponibles, le déflateur du PIB de la zone euro, les coûts unitaires de main-d'œuvre et les bénéfices unitaires ont probablement augmenté plus lentement au premier trimestre 2024 que présumé dans les projections de juin.

La forte croissance actuelle des salaires est considérée comme reflétant largement la tendance des travailleurs à rechercher une compensation pour les pertes de pouvoir d'achat passées. La dynamique des salaires devrait donc se ralentir une fois ce processus achevé et l'inflation en cours de normalisation. L'attention a été attirée sur le fait que le rattrapage de la trajectoire des salaires pourrait toutefois être un processus fastidieux et irrégulier, en fonction de la date de renouvellement des contrats dans le cadre du processus de fixation échelonnée des salaires et de la période d'inflation qu'ils compensent. Les membres du Conseil ont attiré l'attention sur les paiements ponctuels, qui jouent un rôle important compte tenu notamment de l'arrivée à leur terme des incitations budgétaires. Toutefois, les syndicats ont indiqué que ces versements pourraient ne pas être transitoires et être pris en compte dans les augmentations salariales régulières à l'avenir.

Plus généralement, un point de vue a été exprimé selon lequel le rattrapage pourrait mener les salaires réels à dépasser leurs niveaux ou tendances antérieurs à la guerre ou à la pandémie, dans un environnement de pénurie prolongée de main-d'œuvre et de modifications éventuelles du pouvoir de négociation entre le capital et le travail. De plus, il a été souligné que l'amortissement de la hausse des salaires par une compression des marges bénéficiaires est plus limité dans le secteur des services, qui est également moins exposé à la concurrence internationale et connaît une demande robuste. Toutefois, des risques inverses ont également été observés pour le profil de croissance des salaires. Il a été avancé que certains des accords salariaux élevés conclus récemment concernent des secteurs qui ont dégagé des bénéfices notables au cours des trois dernières années. Ils ont permis aux employeurs d'accorder de généreuses augmentations des salaires et de les absorber sans les répercuter sur les prix finaux.

Les données récentes relatives au lien crucial entre salaires, productivité et bénéfices semblent aller globalement dans le sens des projections d'inflation prudentes et d'un processus de désinflation en cours. Toutefois, il a également été précisé que l'incertitude entourant les perspectives est très élevée et que, dans la transition vers une inflation plus faible après une période de chocs importants et de possibles changements structurels, ces relations pourraient commencer à évoluer différemment des scénarios historiques. Par conséquent, la prudence reste de mise en ce qui concerne l'utilisation de modèles de projection standard, et davantage de données concrètes sont

nécessaires pour confirmer que la désinflation se poursuit et qu'elle ne va pas stagner en fin de parcours. Dans le même temps, il a été considéré que la diminution des erreurs de projection justifie un renforcement de la confiance dans les projections.

En ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme, les mesures restent globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %. Les taux légèrement plus élevés des mesures extraites des instruments de marché reflètent essentiellement une augmentation des primes de risque sur l'inflation, tandis que les « véritables » anticipations d'inflation restent ancrées sur la cible d'inflation. Si l'ancrage des anticipations visible dans les différents indicateurs peut être considéré comme un signe de la crédibilité de la politique monétaire, la littérature sur les « effets liés à l'expérience » rappelle que des périodes prolongées d'inflation élevée peuvent avoir un impact durable sur la formation des anticipations d'inflation, les rendant plus fragiles et plus difficiles à ancrer à l'avenir. Dans ce contexte, toutefois, la diminution progressive des anticipations d'inflation des consommateurs est une source d'espoir, même si les niveaux ressortant des enquêtes auprès des ménages restent généralement supérieurs à la cible d'inflation de la BCE. Cette évolution est vue comme un signe de la confiance dans le processus de désinflation et pourrait être auto-réalisatrice si elle contribue à une modération des revendications salariales et du pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix.

Les membres du Conseil estiment que l'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les bénéfices augmentent plus fortement que prévu. Les risques à la hausse pesant sur l'inflation résultent 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, les événements météorologiques extrêmes et, plus largement, l'évolution de la crise climatique pourraient pousser les prix des produits alimentaires à la hausse. En revanche, l'inflation pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freine davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériore de manière inattendue. Il a été suggéré que d'autres facteurs de risque pourraient émerger pour l'inflation, liés par exemple à l'ampleur du redressement attendu de la croissance de la productivité ou à l'évolution de l'orientation budgétaire qui sous-tend les perspectives d'inflation. Toutefois, ces éléments pourraient évoluer dans l'un ou l'autre sens et ne sont donc pas décisifs dans la balance des risques.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont exprimé des points de vue divergents concernant les changements dans l'orientation de la balance des risques. D'une part, il a été avancé que, toutes choses égales par ailleurs, les révisions à la hausse du scénario de référence par les services de l'Eurosystème impliquent une réduction des risques à la hausse restants et rendent les risques plus équilibrés. D'autre part, il a été soutenu que le risque à la baisse lié à une transmission plus forte de la politique monétaire diminue progressivement, tandis que les risques à la hausse persistants, tels que ceux liés à une hausse des coûts de main-d'œuvre, orientent la balance vers le haut.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché ont augmenté depuis la

précédente réunion du Conseil des gouverneurs, de même que les taux d'intérêt réels plus récemment. Les intervenants de marché ont entièrement intégré à leurs valorisations une réduction de 25 points de base des taux d'intérêt directeurs de la BCE lors de la réunion de juin et tablent sur une ou deux nouvelles réductions d'ici la fin de l'année. Un cycle d'assouplissement moins important est désormais attendu de part et d'autre de l'Atlantique, les tendances d'inflation récentes étant similaires à travers le monde.

Les marchés financiers ont été soutenus par une forte appétence pour le risque, qui contraste avec une appétence plus faible des consommateurs et des entreprises dans la zone euro. Cela peut suggérer que le climat sur les marchés financiers pourrait se dégrader à un moment donné, ou que l'économie réelle pourrait effectuer un rattrapage. Le sentiment de marché est également robuste malgré la montée des risques et des incertitudes géopolitiques. Le risque d'erreur de valorisation sur les marchés financiers fait donc l'objet d'un suivi, également du point de vue de la stabilité financière.

Les coûts de financement ont stagné à des niveaux restrictifs à mesure de la transmission des hausses antérieures des taux directeurs au système financier. Les taux d'intérêt moyens sur les nouveaux prêts aux entreprises et hypothécaires sont demeurés inchangés en avril. Toutefois, les taux débiteurs ont augmenté en termes réels depuis le dernier relèvement des taux en septembre 2023.

La dynamique du crédit est demeurée faible. Les flux de crédit aux entreprises ont été globalement stables à de bas niveaux en mars et en avril, si l'on prend en compte à la fois les prêts bancaires et les titres de créance. La demande de prêts à des fins d'investissement de la part des entreprises est demeurée très faible, en raison de la faiblesse de la demande agrégée et des coûts d'emprunt toujours élevés. La croissance des prêts au logement est demeurée stagnante, tandis que celle des crédits à la consommation a mieux résisté, tout en demeurant faible. La croissance annuelle de la masse monétaire, telle que mesurée par M3, a poursuivi son redressement progressif tout en restant relativement modérée.

À plus long terme, la croissance des prêts devrait se redresser progressivement. Dans le même temps, il a été souligné que les banques n'ont pas réduit leurs portefeuilles d'actifs liquides, les opérations de refinancement à plus long terme ciblées étant arrivées à échéance, et semblent avoir une forte préférence pour la liquidité. La baisse de l'offre de liquidité de banque centrale dans le système pourrait par conséquent réduire l'appétence des banques pour le crédit. À cet égard, il a également été avancé que tant que les banques bénéficient d'amples réserves excédentaires rémunérées au taux de la facilité de dépôt, elles sont peu incitées à accorder plus de prêts risqués à l'économie réelle.

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

L'amélioration des perspectives économiques a favorisé la stabilité financière, comme souligné dans le dernier numéro de la *Financial Stability Review*. Dans le même temps, les facteurs géopolitiques pourraient accroître les risques dans la période à venir. Un durcissement inattendu des conditions de financement au niveau mondial pourrait entraîner une réévaluation des actifs financiers et non financiers, avec des effets négatifs sur l'ensemble de l'économie. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, et les mesures actuellement en place ou devant bientôt être instaurées contribuent à préserver la résilience du système financier.

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. Ces éléments recouvrent les perspectives d'inflation, la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les projections de juin pour l'inflation totale ont été revues à la hausse pour 2024 et 2025 par rapport aux projections de mars. L'inflation devrait fluctuer autour des niveaux actuels pour le reste de l'année, en raison notamment d'effets de base liés à l'énergie. Mais on s'attend encore à ce qu'elle revienne vers l'objectif de 2 % de la BCE au cours du second semestre de l'année prochaine, sous l'effet de l'affaiblissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre, des répercussions de la politique monétaire restrictive de la BCE et de l'atténuation des effets de la crise énergétique et de la pandémie. Par la suite, l'inflation devait rester proche de la cible de manière durable. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont aussi restées globalement stables, la plupart étant ancrées autour de la cible de 2 %, même si les anticipations extraites des instruments de marché ont augmenté au cours de la période la plus récente. Les anticipations d'inflation des consommateurs et des entreprises ont aussi poursuivi leur baisse progressive. Globalement, ces évolutions des anticipations d'inflation donnent une indication de la confiance du public dans le processus de désinflation et dans le retour de l'inflation vers la cible de 2 %.

Les membres du Conseil ont généralement exprimé leur confiance dans le fait que les perspectives d'inflation confirment qu'un processus de désinflation est en cours, comme le reflètent également les projections, même si des données récentes suggèrent que l'inflation pourrait être plus rigide qu'anticipé précédemment et que la vitesse exacte à laquelle elle reviendra à la cible est incertaine. Dans le même temps et dans une perspective à plus long terme, il a été souligné que différents exercices de projections réalisés au cours de l'année écoulée pour l'inflation en 2025 ont fluctué dans

une fourchette étroite comprise entre 2 % et 2,2 %. Cette stabilité accrue pourrait renforcer la confiance en la fiabilité et la robustesse des projections et montre que l'inflation reste sur la bonne voie pour atteindre la cible à moyen terme, en dépit des révisions à la hausse des projections d'inflation pour 2024 et 2025. De plus faibles erreurs de projection pour l'inflation totale ont également soutenu la confiance dans ces perspectives d'inflation.

Les membres du Conseil se sont aussi largement accordés sur le fait que de nouveaux progrès ont été réalisés en matière de dynamique de l'inflation sous-jacente. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué en avril, dernier mois pour lequel les données sont disponibles, confirmant le scénario d'une réduction progressive des tensions sur les prix. Dans le même temps, les tensions internes sur les prix demeurent importantes, la croissance des salaires étant élevée. Les projections pour l'inflation *core* ont également été révisées à la hausse pour 2024 et 2025 par rapport aux projections de mars, et le *momentum* tant pour les services que pour l'inflation *core* est resté assez soutenu. Cela prendra donc encore du temps pour obtenir davantage de clarté sur la dynamique des déterminants importants de l'inflation. De plus, il convient de disposer de davantage d'éléments sur la mesure dans laquelle les bénéfices unitaires absorberont les tensions inflationnistes résultant de la hausse des salaires et sur la question de savoir si la croissance de la productivité rebondira comme prévu.

Enfin, les membres du Conseil ont globalement admis que la transmission de la politique monétaire reste forte. Les taux d'intérêt réels sont demeurés proches de leur pic au cours de ce cycle. La politique monétaire est clairement restée en territoire restrictif et cette situation durera encore pendant un certain temps même en cas de nouvelle réduction des taux d'intérêt. Cela reste vrai même avec un déplacement à la hausse du taux d'intérêt naturel. Il a été mentionné que le resserrement quantitatif en cours doit également être pris en compte dans l'évaluation de l'orientation de la politique monétaire. Le caractère restrictif de la politique monétaire se reflète dans la faiblesse de la dynamique du crédit et l'atonie de la demande agrégée. Cela contribue à la baisse de l'inflation, mais pèse également sur la croissance. La transmission se poursuivra probablement pendant un certain temps, la politique monétaire influant sur l'économie avec des délais longs et variables. Même si l'impact maximal de la politique monétaire restrictive sur les conditions de financement et le PIB s'est probablement déjà produit, les décalages entre l'effet sur la production et l'effet sur les prix pourraient impliquer que l'impact maximal sur l'inflation reste à venir. Dans le cadre de ce processus, la transmission à l'inflation dans le secteur des services pourrait être plus faible et plus lente que la transmission à l'inflation dans le secteur des biens.

Dans l'ensemble, la plupart des membres du Conseil ont fait part de leur confiance persistante ou accrue dans le fait que l'inflation est en bonne voie pour revenir à la cible d'inflation de 2 % au plus tôt et de manière durable, et avant fin 2025 au plus tard. Certaines des données les plus récentes sont légèrement moins favorables que prévu ou espéré en mars et en avril. Mais il avait été anticipé que la trajectoire désinflationniste serait cahoteuse et bruitée, avec de probables surprises dans l'une ou

l'autre direction. Il est important de reconnaître qu'un processus de désinflation sans heurt et linéaire en 2024 n'est pas une condition préalable à la confiance en un retour au plus tôt de l'inflation à sa cible. De plus, les différents indicateurs fournissent des signaux contrastés sur la trajectoire future de la désinflation.

Plus généralement, il est important de prendre du recul et de se concentrer sur le tableau d'ensemble. En portant une attention excessive aux différentes observations et aux détails des évolutions entre les réunions, on risquerait de ne pas voir l'arbre qui cache la forêt. Dépendre des données signifie non seulement examiner les données les plus récentes, mais également évaluer les trois éléments de la fonction de réaction et s'appuyer sur eux, ce qui inclut la prise en compte des perspectives d'inflation au sens large. Les évolutions récentes et le bruit ne doivent pas masquer la perspective à plus long terme qui indique une désinflation régulière et le retour au plus tôt et de manière durable de l'inflation à la cible de 2 %. En dépit de la volatilité récente, le processus global de désinflation se déroule sans heurts, des progrès substantiels ayant été accomplis depuis le dernier relèvement des taux d'intérêt par le Conseil des gouverneurs en septembre 2023. C'est ce qui ressort de la baisse significative et plus importante que prévu de l'inflation totale et de l'inflation *core* depuis 2022 et depuis la dernière hausse de taux. L'inflation totale a diminué de moitié depuis le dernier relèvement, passant de 5,2 % à 2,6 %. Les perspectives d'inflation, en particulier pour 2024, se sont également améliorées dans les dernières projections par rapport aux campagnes de septembre et décembre 2023, même si le rythme de désinflation a été légèrement plus lent qu'anticipé en mars et que les projections d'inflation pour 2025 ont été légèrement plus élevées qu'en septembre 2023. Les intervenants de marché restent confiants dans le processus de désinflation à moyen terme, même si la volatilité des anticipations de taux à court terme reflète une incertitude quant au rythme de la désinflation. Il est donc important de ne pas réagir de manière excessive à des données ou des chiffres d'inflation défavorables pour un seul mois, car ils ne correspondent pas nécessairement à une nouvelle tendance et peuvent refléter des facteurs ponctuels, de même qu'il est important de ne pas réagir de manière excessive aux chiffres positifs des mois précédents.

Au total, dans l'analyse des perspectives d'inflation et de l'évaluation des risques, les membres du Conseil ont exprimé une confiance accrue dans le fait que l'inflation reviendrait vers la cible de 2 % au second semestre 2025 et resterait durablement proche de ce niveau par la suite. Dans le même temps, il a été souligné que les décisions concernant l'avenir sont toujours prises en contexte d'incertitude. Une question essentielle est donc d'évaluer à quel moment la crédibilité et la confiance accordées au fait que l'inflation reviendrait au plus tôt au niveau de l'objectif seront suffisantes. À un moment donné, il est nécessaire d'exercer son jugement sur la base des informations disponibles, même si ces informations sont moins concluantes qu'on le voudrait. Une telle approche ne doit pas être jugée en contradiction avec la dépendance aux données, car attendre une confirmation complète entraînerait presque certainement une baisse trop tardive des taux d'intérêt, créant potentiellement un risque important de manquer la cible « par le bas ».

Il a également été souligné que le degré de restriction nécessaire pour ramener l'inflation de 2,6 % à 2 % serait probablement inférieur à celui en place depuis septembre 2023. De plus, même après une baisse de 25 points de base, les taux d'intérêt resteraient en territoire restrictif par rapport à toute estimation actuelle du taux d'intérêt naturel ou neutre. Cela signifie qu'une demande plus forte ne devrait pas mettre en péril le retour de l'inflation à la cible et que l'on pourrait remédier aux chocs à la hausse sur l'inflation en optant pour un rythme plus lent de réduction des taux par rapport à la trajectoire des taux de référence intégrée dans les projections. Il semble donc y avoir peu de risque de devoir inverser la politique monétaire à moins d'importants chocs externes, auquel cas une telle inversion pourrait être justifiée de manière convaincante. De plus, diminuer les taux d'intérêt de 25 points de base offre une protection plus importante contre les chocs à la baisse que les maintenir aux niveaux actuels. Réduire les taux d'intérêt maintenant se révèle donc robuste pour un large éventail de scénarios et préserve une approche prudente.

Certains membres ont jugé que les données disponibles depuis la dernière réunion n'avaient pas renforcé leur confiance dans la convergence de l'inflation vers la cible de 2 % d'ici 2025, mais au contraire signalé une plus grande incertitude quant aux perspectives. Pour ces membres, même si la tendance générale en matière de désinflation reste intacte dans le tableau d'ensemble, le point de comparaison pertinent est celui des données au moment de la dernière réunion de politique monétaire, ou au plus des précédentes projections. Au moment de la réunion d'avril, les taux d'intérêt avaient été maintenus inchangés car les membres du Conseil n'étaient pas suffisamment confiants dans le fait que l'inflation reviendrait au plus tôt et de manière durable vers la cible de 2 %. Depuis lors, toutefois, la croissance des salaires a surpris à la hausse et l'inflation semble être plus rigide, principalement en raison de l'augmentation des prix des services. Le *momentum* de l'inflation dans le secteur des services est très élevé et le rythme de la désinflation intérieure a été surestimé au cours de la période récente. La croissance des salaires s'est également renforcée et il a été suggéré que de nouvelles tensions salariales importantes étaient prévisibles. Cela laisse présager d'une plus grande rigidité à l'avenir, qui pourrait accentuer les tensions sur les prix pendant un certain temps, même si les salaires eux-mêmes sont un indicateur retardé. De plus, les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation totale et l'inflation *core* en 2024 et 2025 ont été révisées à la hausse par rapport aux projections de mars, les dernières projections relatives à l'inflation *core* pour 2024 ayant à peine évolué par rapport à septembre dernier. En outre, le retour attendu de l'inflation totale à la cible de 2 % a été repoussé au dernier trimestre 2025, après une période déjà longue d'inflation élevée. Par conséquent, tout nouveau retard dans le fait de ramener l'inflation à la cible pourrait rendre plus difficile le maintien de l'ancrage des anticipations d'inflation dans le futur. Tout cela suggère que le dernier kilomètre, comme phase finale de la désinflation, est le plus difficile.

Ces membres du conseil ont également jugé que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, en partie car les risques à la baisse sur l'inflation ont diminué depuis la dernière réunion en raison de la reprise économique en cours mais aussi de risques géopolitiques accrus. Il a été avancé qu'un niveau de l'inflation légèrement inférieur à la cible serait beaucoup moins coûteux

qu'un dépassement persistant, notamment dans la mesure où l'ancrage des anticipations d'inflation ne doit pas être tenu pour acquis.

Globalement, ces considérations suggèrent que réduire les taux d'intérêt n'est pas pleinement en ligne avec le principe de dépendance aux données et qu'il existait des arguments en faveur du maintien des taux d'intérêt à un niveau inchangé lors de la présente réunion. Néanmoins, une volonté de soutenir la proposition de M. Lane a été exprimée, en dépit des réserves avancées.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, presque 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. Sur la base de l'évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il a été jugé opportun de réduire le caractère restrictif de la politique monétaire, après avoir maintenu les taux directeurs au même niveau pendant neuf mois. Depuis la réunion de septembre 2023, l'inflation s'est ralentie de plus de 2,5 points de pourcentage et les perspectives d'inflation se sont nettement améliorées. La projection d'inflation pour le quatrième trimestre 2025 a fluctué dans une fourchette très étroite comprise entre 1,9 % et 2 % sur cette période, renforçant la confiance en la fiabilité, la solidité et la robustesse de la projection montrant que l'inflation reviendrait au plus tôt à la cible de 2 %. L'inflation sous-jacente s'est également modérée, renforçant les signaux d'atténuation des tensions sur les prix, et sur cette période, les anticipations d'inflation ont globalement diminué sur tous les horizons. La politique monétaire a maintenu des conditions de financement restrictives. En freinant la demande et en veillant à ce que les anticipations d'inflation restent solidement ancrées, cela a fortement contribué au ralentissement de l'inflation.

Une opinion divergente a été avancée selon laquelle les données disponibles depuis la dernière réunion et les risques à la hausse pesant sur l'inflation n'allaient pas dans le sens d'une baisse de taux. En particulier, les tensions inflationnistes actuelles qui ressortent des données récentes indiquent une rigidité de l'inflation. Cette rigidité pourrait être exacerbée par plusieurs risques géopolitiques différents. De plus, un découplage par rapport à la trajectoire des taux d'intérêt américains risquerait d'accentuer les tensions inflationnistes via les effets de change.

S'agissant des réunions à venir, les membres du Conseil ont souligné qu'ils restaient déterminés à assurer le retour au plus tôt et de manière durable de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme et ont affirmé qu'ils maintiendraient les taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Au vu de l'incertitude persistante entourant le processus désinflationniste et de la trajectoire cahoteuse à venir, il a été jugé important de maintenir une approche s'appuyant sur les données pour déterminer de manière appropriée, réunion par réunion, le degré et la durée de l'orientation restrictive, et il ne doit pas y avoir

d'engagement à l'avance sur une trajectoire de taux particulière, afin de n'écarter aucune option. Les membres du Conseil ont également réaffirmé que la politique monétaire devait rester fondée sur les éléments bien établis de la fonction de réaction.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil sont convenus qu'il était important de faire part de la confiance accrue dans le processus désinflationniste qui a justifié la décision de politique monétaire, tout en soulignant la nécessité de continuer à faire preuve de prudence et de patience concernant la trajectoire future de désinflation et d'une détermination constante à ramener au plus tôt l'inflation à la cible.

Les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de confirmer la réduction des titres détenus par l'Eurosystème dans le cadre du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année, les modalités de cette réduction devant être globalement conformes à celles appliquées pour l'APP. Ils sont également convenus de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements de titres arrivant à échéance dans le portefeuille PEPP. Dans ce contexte, il a été noté que l'annonce antérieure du dénouement prévu du PEPP avait très bien été absorbée par les marchés.

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 juin 2024](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 5 et 6 juin 2024

Membres

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Centeno
- M. Cipollone
- M. Elderson
- M. Hernández de Cos
- 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. Scicluna
- Mr Šimkus
- M. Stournaras*
- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau
- M. Vujčić*
- M. Wunsch

* Membres ne disposant pas de droit de vote en juin 2024 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

- Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat
- M. Rostagno, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Politique monétaire
- M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Questions économiques

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Personnes accompagnantes

- Mme Bénassy-Quéré
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Haber
- M. Horváth
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Kroes
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- Mme Mauderer
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- M. Šošić
- M. Tavlas
- M. Välimäki
- M. Vanackere
- Mme Žumer Šujica

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 22 août 2024.