



Réunion des 17 et 18 juillet 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 17 et le jeudi 18 juillet 2024

22 août 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 5 et 6 juin 2024, les marchés financiers ont évolué en réaction à des nouvelles d'ordre politique, ayant entraîné une certaine volatilité, et à des données plus faibles que prévu concernant l'inflation aux États-Unis. L'annonce de la tenue d'élections anticipées en France a freiné l'appétence pour le risque des investisseurs et la forte hausse des marchés des actifs risqués dans la zone euro. Toutefois, l'augmentation de la volatilité qui en a résulté sur certains compartiments du marché est restée contenue et de courte durée, sans signe de tensions systémiques ou de fragmentation. Les primes de risque n'ont augmenté que modérément et le taux de change de l'euro s'est rapidement redressé. Les nouvelles macroéconomiques ont été limitées, avec de faibles surprises négatives tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. Les anticipations relatives aux taux directeurs de la BCE sont restées globalement inchangées dans le contexte d'une certaine volatilité à la suite des élections au Parlement européen, mais elles ont légèrement fléchi après la publication des données relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis. Les conditions financières dans la zone euro sont également demeurées globalement inchangées, avec le maintien de conditions de marché favorables. L'absorption des émissions nettes d'obligations d'État a continué de se dérouler sans heurts, la demande des investisseurs restant soutenue.

L'incertitude politique a affecté les marchés financiers, comme le montre le pic de la volatilité implicite observé sur le marché boursier de la zone euro. Toutefois, la volatilité implicite est restée contenue

dans une perspective à plus long terme et est rapidement revenue à ses points bas antérieurs. En revanche, la volatilité implicite tirée des options sur les marchés obligataires de la zone euro a peu évolué et s'est établie à un niveau proche du plus bas niveau observé depuis 2021. En outre, l'appétence pour le risque des investisseurs dans la zone euro s'est rapidement redressée après un effondrement temporaire et se situe actuellement bien au-dessus des niveaux observés au début de l'année, ce qui indique que le sentiment des investisseurs à l'égard du risque demeure solide.

La résistance des marchés financiers et un degré élevé de différenciation des investisseurs ont également été observés sur les marchés des obligations souveraines. La hausse des écarts de rendement souverains par rapport au Bund allemand a été faible d'un point de vue historique. Les écarts de rendement se sont de nouveau resserrés après le pic de volatilité initial et se situent actuellement au-dessous des niveaux qui prévalaient avant les élections parlementaires européennes, à l'exception des écarts de rendement des obligations souveraines françaises, qui s'établissent légèrement au-dessus.

La différenciation des investisseurs s'est également étendue aux marchés d'actions et aux marchés des obligations d'entreprises de la zone euro. Dans l'ensemble, toutefois, l'impact sur les valorisations boursières de la zone euro a été modéré et de courte durée. Les évolutions sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro ont reflété celles observées sur les marchés d'actions, les écarts de rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les sociétés financières et non financières de la zone euro, à l'exception de la France, s'étant globalement resserrés. Le taux de change EUR/USD s'est tout d'abord légèrement déprécié, mais a rapidement effacé ses pertes, et il est globalement inchangé par rapport aux niveaux observés au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

S'agissant des anticipations relatives à la politique monétaire aux États-Unis, après la réunion de juin du Comité fédéral de l'*open market*, la probabilité d'une baisse des taux d'intérêt américains en septembre a initialement légèrement diminué. Toutefois, cette évolution a été contrebalancée par la suite par les données macroéconomiques américaines légèrement plus faibles qu'attendu et, en particulier, par la publication en juin, des données relatives à l'IPC aux États-Unis, qui a poussé vers le bas la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux, pour l'inscrire à un niveau nettement inférieur à celui observé au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs de juin.

Les évolutions aux États-Unis se sont également répercutées, dans une certaine mesure, sur les anticipations relatives aux taux d'intérêt de la BCE. Celles-ci sont demeurées globalement peu affectées par l'incertitude politique après les élections européennes, mais elles ont fléchi en juillet après la publication de données plus faibles que prévu concernant l'IPC américain. Toutefois, la valorisation actuelle par les marchés de la trajectoire attendue des taux directeurs est restée

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

relativement proche du pic de la courbe à terme enregistré fin mai et nettement supérieure au point bas atteint par les anticipations relatives aux taux d'intérêt au début de l'année. En outre, s'agissant de la rapidité et de l'ampleur du cycle de réduction des taux, les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*, SMA) n'ont pas modifié leurs opinions depuis la précédente campagne d'enquête et ont continué, en moyenne, de s'attendre à des baisses de taux de 25 points de base lors de chaque réunion trimestrielle pour laquelle de nouvelles projections seront disponibles jusqu'en décembre 2025. Cette évolution est globalement en ligne avec les anticipations des marchés financiers et avec d'autres enquêtes, avec quelques différences s'agissant du niveau attendu pour le taux terminal.

Le déplacement vers le bas plus modéré de la courbe à terme de la zone euro par rapport à celle des États-Unis pourrait refléter en partie le fait que l'inflation *core* dans la zone euro – mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors énergie et produits alimentaires – a continué de surprendre à la hausse, contrairement à la dernière publication de données relatives à l'inflation américaine. Les « *inflation fixings* » à court terme dans la zone euro (contrats de *swaps* liés à des publications mensuelles spécifiques de l'IPCH annuel hors tabac de la zone euro) se sont inscrits en légère hausse depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, mais demeurent inférieurs au niveau prévu dans les projections macroéconomiques de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème. En outre, selon les intervenants de marché, les risques entourant les perspectives d'inflation à plus long terme restent orientés à la hausse, comme le montrent les probabilités tirées des options pour les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans. Dans l'hypothèse d'une neutralité à l'égard du risque – qui signifie que les investisseurs estiment qu'un dépassement de la cible d'inflation est aussi coûteux qu'une inflation inférieure à la cible –, les investisseurs intègrent une probabilité nettement plus élevée que l'inflation soit supérieure à 2,5 % plutôt qu'inférieure à 1,5 %. Cela pourrait refléter l'anticipation de chocs d'offre défavorables plus fréquents, comme le signalent les primes de risque sur l'inflation positives.

Dans le même temps, les évolutions des taux d'intérêt réels dans la zone euro ont été contrastées récemment. Si les taux réels à dix ans sont restés globalement inchangés dans un contexte de volatilité élevée, ceux à deux ans et à cinq ans ont baissé depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

L'absorption des titres d'État s'est poursuivie sans heurt, y compris pour la France. Les adjudications récentes ont continué de connaître une forte demande de la part des investisseurs, leurs résultats étant conformes aux régularités passées. Au cours de l'année dernière, les émissions nettes ont rencontré une forte demande de la part des investisseurs étrangers, les *hedge funds* étrangers apparaissant comme des acteurs importants sur les marchés européens des obligations souveraines.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant tout d'abord de l'inflation dans la zone euro, M. Lane note que la hausse de l'IPCH total s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,5 % en juin après avoir atteint 2,6 % en mai. La hausse des prix de l'énergie a fléchi, s'établissant à 0,2 % contre 0,3 % en mai, en dépit d'effets de base haussiers ; la hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 2,4 % après 2,6 % en mai. S'agissant des prix des biens et de ceux des services, la hausse s'est établie à 0,7 % et 4,1 %, respectivement, en mai comme en juin.

Si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin par rapport à mai. En moyenne, sur le deuxième trimestre 2024, toutes les mesures de l'inflation sous-jacente se sont inscrites en baisse par rapport au trimestre précédent.

En ce qui concerne les évolutions actuelles des salaires, la hausse de la rémunération par tête a atteint 5,0 % au premier trimestre 2024, en ligne avec les projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème. Les salaires négociés demeurent un déterminant important de la rémunération totale. Après s'être légèrement ralentie au quatrième trimestre 2023 pour s'établir à 4,5 %, la croissance des salaires négociés, y compris les paiements exceptionnels, a atteint 4,7 % au premier trimestre 2024. Les outils prospectifs de suivi des salaires ont continué de signaler des tensions salariales élevées cette année, liées en grande partie à la dynamique de rattrapage. Les accords salariaux dans la principale économie de la zone euro représentent la majeure partie des informations les plus récentes de l'outil de suivi, des accords ayant été conclus dans les secteurs du commerce de gros, du commerce de détail, de la chimie et de la construction, qui ont tendance à avoir des contrats de longue durée et donc une composante liée au rattrapage plus prononcée durant cette phase. L'outil de suivi des salaires d'Indeed, qui reflète les salaires des nouveaux embauchés, s'est inscrit en hausse, ressortant à 3,7 % en juin, après 3,5 % en mai.

Toutefois, au-delà du court terme, les réponses des participants à l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*, CTS) et à l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) vont dans le sens d'un ralentissement sensible de la croissance des salaires en 2025. Ce tableau s'est également reflété dans le profil année par année des contrats salariaux pluriannuels récemment conclus. Les participants à l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (EPP) s'attendent également à un ralentissement marqué de la croissance des salaires en 2025. Selon cette enquête, le ralentissement attendu de la croissance des salaires l'année prochaine est imputable au fait que le rattrapage par rapport à l'inflation passée joue un rôle beaucoup moins important, ainsi qu'à la baisse de l'inflation anticipée.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Pour que les tensions d'origine interne sur les prix se modèrent au cours de la période à venir, les profits doivent également jouer leur rôle. Au premier trimestre, le taux de croissance annuel du déflateur du PIB a diminué plus que prévu, revenant à 3,6 %, après 5,1 % au quatrième trimestre 2023. La contribution la plus importante à cette baisse a été apportée par les profits unitaires, la contribution de leur taux de croissance annuel étant devenue négative au premier trimestre 2024.

L'inflation totale devrait fluctuer autour des niveaux actuels sur le reste de l'année 2024. Elle devrait ensuite reprendre sa trajectoire baissière et revenir à la cible de 2 % de la BCE au second semestre 2025 en raison de l'atténuation des effets de la poussée inflationniste récente, de la croissance plus faible des coûts de main-d'œuvre et des répercussions de la politique monétaire restrictive. Les mesures des anticipations d'inflation à moyen et à long terme sont restées globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %.

S'agissant de l'économie mondiale, la dynamique de la croissance s'est accélérée, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro atteignant 53,2 au deuxième trimestre, après 52,6 au premier trimestre, et d'autres indicateurs tirés d'enquêtes signalant également une nouvelle amélioration de l'activité mondiale. Le commerce mondial a continué de se renforcer, sous l'effet d'une anticipation de la demande, les entreprises reconstituant leurs stocks après une longue phase de déstockage. Cette évolution a également été confirmée par la mise à jour de juillet 2024 des Perspectives de l'économie mondiale du FMI (*IMF World Economic Outlook, WEO*), qui prévoient une croissance de 3,2 % en 2024 et 3,3 % en 2025 pour le PIB mondial en volume, et de 3,1 % en 2024 et 3,4 % en 2025 pour le commerce mondial. Par rapport aux Perspectives de l'économie mondiale publiées en avril, les perspectives relatives à la croissance et aux échanges commerciaux au niveau mondial sont restées pratiquement inchangées.

Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, le taux de change de l'euro est demeuré globalement stable, tant vis-à-vis du dollar américain qu'en termes effectifs nominaux, tandis que les prix du pétrole ont augmenté de 15 % pour s'établir à 88 dollars le baril de *Brent*. La hausse du prix du pétrole observée depuis la dernière réunion reflète un resserrement des conditions de l'offre et des préoccupations géopolitiques croissantes. Les prix du gaz naturel européen ont diminué de 7 % depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, pour s'établir à environ 31 euros par mégawattheure, la demande demeurant atone et les niveaux des stocks de gaz étant élevés.

Les informations disponibles indiquent que l'économie de la zone euro a continué de croître au deuxième trimestre 2024. Le secteur des services reste le principal moteur de la reprise, même si la composante services du PMI a légèrement fléchi en juin. La production dans la construction, qui avait été dopée par les conditions météorologiques favorables en Allemagne et par les incitations budgétaires en Italie au premier trimestre, a reculé en avril. L'investissement hors construction a

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

modérément augmenté au premier trimestre, mais devrait rester atone pendant le reste de l'année. L'activité dans le secteur manufacturier a montré de nouveaux signes de faiblesse, les indices des directeurs d'achat relatifs à la production et aux nouvelles commandes ayant poursuivi leur baisse au-dessous du seuil indiquant une contraction pour s'établir à 46,1 et 44,4, respectivement, en juin. Les exportations de biens ont été atones.

Le narratif global reste celui d'une reprise tirée par la consommation, la hausse des revenus réels se traduisant par une hausse de la consommation. Les dernières données pour le premier trimestre confortent l'opinion selon laquelle la consommation augmente globalement. La confiance des consommateurs s'est lentement améliorée au deuxième trimestre, mais elle reste faible par rapport à son niveau moyen d'avant la pandémie.

L'emploi a augmenté de 0,3 % au premier trimestre, en ligne avec l'activité économique et soutenu par une nouvelle augmentation de 0,3 % de la population active. Le taux de chômage est resté inchangé à 6,4 % en mai. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent que la croissance de l'emploi, positive mais qui se ralentit, se poursuivra. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi est ressorti en moyenne à 51,7 au deuxième trimestre, suggérant une croissance de l'emploi de 0,2 % environ, contre 0,1 % dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre semble se ralentir progressivement. L'indicateur du maintien de sureffectifs (*labour hoarding indicator*) de la BCE – qui mesure la part des entreprises qui conservent leurs salariés en dépit d'une détérioration des perspectives – a encore fléchi au deuxième trimestre, et les offres d'emploi publiées sur Indeed ont diminué de 1,8 % entre mai et juin, après le ralentissement du taux de vacance d'emploi au premier trimestre de l'année.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, le niveau de soutien budgétaire demeure important dans la zone euro et devrait être légèrement plus élevé que prévu dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Même si les nouvelles budgétaires concrètes ont été relativement limitées depuis les projections de juin, l'incertitude entourant les perspectives budgétaires s'est accrue.

La réduction des taux d'intérêt directeurs décidée en juin s'est bien transmise aux taux d'intérêt du marché monétaire, alors que les conditions financières générales ont été légèrement volatiles. Les conditions de financement pour les entreprises et les ménages demeurent à des niveaux restrictifs, les effets des hausses passées des taux directeurs continuant de se propager le long de la chaîne de transmission. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises a légèrement diminué pour s'établir à 5,1 % en mai, tandis que les taux d'intérêt pour les nouveaux prêts hypothécaires sont demeurés stables, à 3,8 %, pour le troisième mois consécutif. La croissance des prêts aux entreprises et aux ménages est demeurée globalement stable, à des taux très faibles, au cours des derniers mois. La croissance annuelle de la monnaie au sens large – mesurée par M3 –

a continué de se redresser, atteignant 1,6 % en mai, sous l'effet d'importants flux entrants nets étrangers.

Globalement, les informations tirées de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro (*bank lending survey*, BLS) et de l'enquête SAFE suggèrent que les conditions de l'offre de crédit aux entreprises se stabilisent, mais demeurent restrictives, avec une demande durablement faible. Tandis que les participants à l'enquête BLS de juillet ont fait état d'un léger durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises, les participants à l'enquête SAFE ont constaté une légère amélioration nette de la disponibilité des prêts bancaires. D'après les deux enquêtes, la demande de prêts aux entreprises a encore diminué au deuxième trimestre 2024. S'agissant des ménages, l'enquête BLS a signalé un assouplissement des critères d'octroi pour les prêts hypothécaires, mais un durcissement modéré pour les crédits à la consommation. La demande nette de prêts au logement et de crédits à la consommation a augmenté pour la première fois depuis mi-2022.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

Dans l'ensemble, M. Lane a conclu que les informations disponibles confirment globalement l'évaluation précédente des perspectives d'inflation à moyen terme. Le profil trimestriel global des mesures de l'inflation sous-jacente reste en ligne avec le scénario d'une réduction progressive des tensions sur les prix. La détérioration des données économiques contribue également à contenir les risques à la hausse pour l'inflation. La forte croissance des salaires est conforme aux anticipations, et les bénéfices des entreprises ont diminué, afin d'amortir l'impact inflationniste des coûts de main-d'œuvre plus élevés. La politique monétaire maintient des conditions de financement restrictives. Cependant, les tensions sur les prix d'origine interne demeurent fortes, les prix des services augmentent à un rythme élevé et l'inflation totale devrait rester supérieure à la cible pendant une grande partie de l'année prochaine.

Dans ce contexte, M. Lane a proposé de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les informations disponibles lors de la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre intégreront de nombreuses données récentes et les nouvelles projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro. Les données pour le deuxième trimestre seront également disponibles – y compris pour la croissance du PIB, la rémunération par tête, les marges bénéficiaires et la productivité – ainsi que deux autres publications de l'IPCH, des indicateurs monétaires et des indicateurs qualitatifs (*soft indicators*) plus récents relatifs à l'activité et à la confiance des consommateurs.

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 membres du Conseil ont pris note des perspectives relatives à la croissance mondiale présentées par M. Lane. La mise à jour de juillet 2024 des Perspectives de l'économie mondiale publiées en avril par le FMI présente des anticipations globalement inchangées pour la croissance du PIB en volume en 2024 et 2025, légèrement supérieures à celles intégrées dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. C'est une nouvelle encourageante, car une croissance solide de l'activité et des échanges commerciaux au niveau mondial constitue un élément important de la reprise attendue dans la zone euro. Dans le même temps, l'attention a été attirée sur les dernières données plus qualitatives relatives à l'activité économique aux États-Unis et en Chine. Il a été avancé que l'environnement extérieur était récemment devenu plus clairement désinflationniste, atténuant les préoccupations relatives à une inflation « plus élevée pendant plus longtemps ». Dernièrement, l'inflation a reculé aux États-Unis et la question d'une possible divergence entre les politiques monétaires des États-Unis et de la zone euro, très discutée au printemps, est moins prégnante.

En ce qui concerne l'économie de la zone euro, les membres du Conseil ont largement noté que les perspectives à moyen terme examinées lors de la précédente réunion du Conseil des gouverneurs et présentées dans les projections de juin 2024 établies par les services de l'Eurosystème étaient restées inchangées dans l'ensemble. Les données les plus récentes montrent que l'inflation a été plus persistante qu'anticipé précédemment, tandis que les indicateurs de l'activité ont déçu par leur baisse. Il a été avancé que les perspectives à court terme sont donc devenues légèrement plus « stagflationnistes ». Dans le même temps, il a été soutenu que le ralentissement de l'activité devrait freiner l'inflation au fil du temps.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés avec M. Lane sur le fait que les informations disponibles indiquaient que l'économie de la zone euro avait progressé au deuxième trimestre, mais sans doute à un rythme plus lent qu'au premier trimestre. Les services restent le principal moteur de la reprise, tandis que la production industrielle et les exportations de biens sont atones. Les indicateurs signalent une croissance modérée de l'investissement en 2024, dans un contexte d'incertitude accrue. La reprise devrait être soutenue par la consommation, sous l'effet de revenus réels plus élevés résultant du ralentissement de l'inflation et de la hausse des salaires nominaux. Les exportations devraient en outre se renforcer avec la hausse de la demande mondiale. Enfin, la politique monétaire pèserait progressivement moins sur la demande.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Dans leur discussion, les membres du Conseil ont reconnu que les perspectives de croissance à court terme s'étaient détériorées. Cela ressort des données quantitatives et qualitatives, en particulier de la faiblesse des indicateurs des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière. La perspective d'une croissance à court terme légèrement inférieure à celle intégrée dans les projections est également confirmée par les dernières enquêtes, telles que l'EPP et l'enquête SMA. Des préoccupations ont été exprimées quant au fait que la faiblesse de l'activité pourrait ne pas être uniquement de nature temporaire ou cyclique. Cette hypothèse a été étayée notamment par le fait que peu de signes indiquent une reprise de la production manufacturière et industrielle, même si l'impact négatif des chocs passés sur l'énergie et les termes de l'échange s'est largement estompé. Il a été fait référence à la part des coûts de l'énergie dans le PIB, qui est revenue à un niveau proche de sa moyenne de long terme. Il est peu probable que des phénomènes cycliques à court terme puissent expliquer entièrement les faibles performances du secteur manufacturier. Cela est plutôt cohérent avec les évolutions atones observées dans les exportations et pourrait bien refléter une perte de compétitivité plus durable ou structurelle, mettant en doute la capacité de la zone euro à se redresser grâce à la croissance du commerce mondial.

Il a été souligné que la reprise économique reste déséquilibrée, car elle continue d'être tirée, pour l'essentiel, par l'activité dans les services. C'est ce que confirment les informations positives disponibles concernant l'indice des directeurs d'achat relatif aux services et la production dans les services. Le tourisme a joué un rôle important dans l'activité récente du secteur des services, mais la question se pose de savoir si ce type de dépenses peut soutenir l'économie de façon durable au second semestre de l'année. Il a également été noté que le redressement modéré de la confiance des consommateurs se poursuivait à partir de niveaux bas et que le taux d'épargne augmentait. Il a été souligné que l'augmentation du taux d'épargne reflétait, dans une large mesure, une hausse des revenus hors travail des ménages à haut revenu dont la propension à épargner des revenus supplémentaires est plus élevée que leur propension à les consommer. En outre, l'augmentation de l'épargne est considérée comme une réaction naturelle aux taux d'intérêt plus élevés offerts sur les dépôts dans le contexte de resserrement passé de la politique monétaire. Toutefois, la forte augmentation de l'épargne observée au cours du premier trimestre de l'année soulève des questions sur le narratif fondé sur la consommation intégré dans les projections. Dans l'ensemble, malgré tous ces niveaux d'incertitude, il a été considéré que l'économie de la zone euro restait sur la voie d'une reprise tirée par la consommation, en ligne avec la croissance des revenus réels. Les résultats d'enquêtes ont montré des signes positifs pour les dépenses futures des ménages et, selon la dernière enquête BLS, la demande de prêts des ménages a augmenté.

S'agissant du marché du travail, les données disponibles confirment une résilience persistante. Le taux de chômage est resté inchangé à 6,4 % en mai, à son niveau le plus bas depuis la création de

l'euro. L'emploi a progressé de 0,3 % au premier trimestre, soutenu par une nouvelle hausse de la population active, qui a augmenté au même rythme. De nouveaux emplois devraient encore avoir été créés au deuxième trimestre, principalement dans le secteur des services. Dans le même temps, le nombre d'offres d'emploi publiées par les entreprises a diminué progressivement, bien qu'à partir de niveaux élevés.

Les membres du Conseil ont largement souligné la persistance de tensions sur le marché du travail. Il a été noté que ces tensions avaient persisté malgré l'immigration et l'augmentation du taux d'activité. Les participants à l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises (CTS) ont continué de faire part de leurs difficultés à recruter, ce qui souligne la persistance de pénuries de main-d'œuvre. Dans le même temps, les résultats de l'enquête CTS suggèrent que les entreprises réagissent à ces pénuries en investissant dans des technologies permettant de réduire la main-d'œuvre, telles que l'automatisation et la numérisation. Il a été noté que la croissance de l'emploi continue d'être déterminée principalement par le secteur des services. Toutefois, il convient d'être prudent car la situation observée sur le marché du travail peut prêter à deux interprétations. D'une part, sa résilience persistante renforce la prédiction selon laquelle un atterrissage en douceur de l'économie est effectivement possible. D'autre part, l'absence d'une dynamique de croissance soutenue soulève des inquiétudes quant à la pérennité de ce qui semblait être le marché du travail le plus inclusif et le plus dynamique de l'histoire de la zone euro.

S'agissant des politiques budgétaires et structurelles nationales, les membres du Conseil ont réaffirmé qu'elles devraient viser à améliorer la productivité et la compétitivité de l'économie, ce qui rehausserait la croissance potentielle et favoriserait un allègement des tensions sur les prix à moyen terme. Une mise en application effective, rapide et intégrale du programme *Next Generation EU* (NGEU), la réalisation de progrès vers l'union des marchés des capitaux et l'achèvement de l'union bancaire, ainsi qu'un renforcement du marché unique, sont des éléments essentiels qui soutiendraient l'innovation et permettraient d'accroître les investissements dans les transitions verte et numérique. Les récentes orientations de la Commission européenne appelant les États membres de l'Union européenne (UE) à renforcer la viabilité de leurs finances publiques ainsi que la déclaration de l'Eurogroupe sur l'orientation budgétaire de la zone euro en 2025 ont été accueillies favorablement. 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.

L'orientation future de la politique budgétaire est considérée comme source de défis pour les mois à venir. Des préoccupations ont été exprimées quant au fait que, en période d'incertitude politique et de changement de gouvernements, l'assainissement budgétaire pourrait être moins important que prévu jusqu'à présent. La combinaison d'un dérapage budgétaire dans certains pays et d'une discipline

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

budgétaire dans d'autres entraîne une divergence des situations budgétaires et une plus grande vulnérabilité. En septembre, les pays de la zone euro devront présenter leurs plans budgétaires pluriannuels. Alors que la crédibilité de ces plans dépend d'efforts importants et précoces de mise en conformité, les marchés commenceront à analyser s'ils sont conformes aux règles budgétaires. Pour promouvoir un régime budgétaire sain, il faut exprimer avec force la nécessité de procéder également à des réformes structurelles, car une croissance économique atone implique un risque plus élevé de manquements aux règles budgétaires. Dans ce contexte, il a également été suggéré que, dans la mise en place du programme NGEU, l'accent soit mis davantage sur l'efficacité que sur la rapidité, compte tenu du risque d'inefficacité lié à une capacité administrative limitée des autorités chargées de la mise en œuvre.

Les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique étaient orientés à la baisse. Un ralentissement de l'économie mondiale ou une aggravation des tensions commerciales entre les principales 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. Cela pourrait 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 modérait 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 souligné que la présence continue de risques macroéconomiques, tels qu'une fragmentation géopolitique et un manque de discipline budgétaire, pourrait alimenter l'incertitude et entraver la planification, bien qu'il semble que l'économie ait jusqu'à présent bien résisté à ce type d'incertitude.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane selon laquelle les informations devenues disponibles ont globalement confirmé les perspectives d'inflation à moyen terme. L'inflation en rythme annuel s'est légèrement ralentie pour revenir à 2,5 % en juin, la hausse des prix des biens et des services demeurant inchangée à 0,7 % et 4,1 %, respectivement. Si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin. L'inflation devrait fluctuer autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année, en raison en partie d'effets de base liés à l'énergie. Elle ralentirait vers la cible au second semestre de l'année prochaine, en lien avec l'affaiblissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre, les répercussions de la politique monétaire restrictive et l'atténuation des effets de la poussée inflationniste récente.

Les membres ont estimé que les perspectives d'inflation à court terme étaient restées globalement conformes aux projections de juin, bien qu'elles indiquent des profils légèrement plus élevés pour la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

hausse des prix des services et l'inflation *core*, en partie associés à des augmentations des prix liés au tourisme. Il a également été souligné que le processus désinflationniste de l'inflation mesurée par l'IPCH total sur l'horizon à court terme ressortait plus clairement lorsque l'impact des effets de base liés à l'énergie, qui ont provoqué une certaine volatilité à la fin de l'année, était pris en compte. Il a été noté que les enquêtes et les marchés sont légèrement plus optimistes concernant l'inflation à court terme que les projections de juin, tandis qu'ils sont légèrement plus pessimistes concernant la croissance économique.

La persistance de l'inflation dans le secteur des services reste l'élément central déterminant les perspectives d'inflation. La remarque a été faite que le risque d'une forte hausse des prix des services pendant une période prolongée n'avait pas été atténué par la reprise modérée. Cela ne concerne pas seulement la zone euro, mais semble se vérifier plus largement. Dans la zone euro, en juin, la hausse des prix des services a été plus élevée que prévu et une série de surprises à la hausse a été observée. L'inflation dans le secteur des services s'est ralentie assez rapidement par rapport au pic atteint mi-2023, pour s'établir à 4 % en novembre 2023, mais elle oscille depuis lors autour de ce niveau. Contrairement à la hausse des prix des biens, qui s'est ralentie très rapidement, les progrès dans la réduction de la hausse des prix des services semblent s'être interrompus. Aux niveaux actuels, l'inflation dans le secteur des services est presque deux fois plus élevée par rapport à sa moyenne d'avant la crise financière mondiale. En outre, la persistance de l'inflation dans les services concerne un grand nombre de pays de la zone euro et de composantes, et non des catégories individuelles, et la dynamique reste élevée malgré son ralentissement récent. La désinflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques se stabilisant et les coûts élevés du fret ainsi que la montée du protectionnisme risquant d'exercer des tensions à la hausse sur l'inflation dans le secteur des biens à l'avenir, un nouveau recul de l'inflation *core* dépendrait nécessairement de la désinflation dans le secteur des services.

Dans le même temps, il a été souligné que la hausse des prix des services était un élément à caractère lent et retardé du processus d'inflation. Pour certaines composantes, en particulier, les dernières observations peuvent avoir reflété des « retardataires » – revalorisation des prix rétrospective retardée dans certains sous-secteurs spécifiques – plutôt qu'un réajustement prospectif des prix généralisé.

Les membres sont convenus que la relation triangulaire entre salaires, productivité et profits restait essentielle pour évaluer les tensions sur les prix domestiques et les perspectives d'inflation plus généralement. Il a été avancé que la tendance désinflationniste attendue se fondait sur la dynamique de ces trois variables, qui sont assez conformes aux profils historiques. Toutefois, il a été souligné que l'évolution de ces variables restait entourée d'une forte d'incertitude. Les évolutions nécessitent

donc un suivi attentif et les données du deuxième trimestre seront importantes pour la prochaine réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en septembre.

S'agissant plus précisément des salaires, au premier trimestre de cette année, toutes les mesures disponibles ont fait état de la poursuite d'une croissance élevée, mais cette évolution avait été largement anticipée dans les projections de juin. Même si les dernières données montrent que les salaires dans la zone euro continuent d'augmenter à un rythme élevé, il a été soutenu que les évolutions agrégées les plus récentes reflètent dans une large mesure les évolutions dans des secteurs et des pays spécifiques plutôt qu'une tendance généralisée. Le profil de croissance des salaires intégré dans les dernières projections est orienté à la baisse pour 2025 et 2026, et cette anticipation est confortée par les résultats de plusieurs enquêtes. Si le ralentissement de la croissance des salaires qui ressort des enquêtes constitue une nouvelle favorable pour les perspectives d'inflation, une certaine prudence est exprimée car cette évolution doit encore être constatée dans les données qui sont restées, jusqu'à présent, exceptionnellement élevées au regard des normes historiques.

Dans ce contexte, il est jugé utile d'examiner les décompositions de la croissance des salaires entre ses principaux déterminants, tels que la composante liée au rattrapage, les anticipations d'inflation prospectives, les tensions sur le marché du travail et la compensation liée à la hausse de la productivité. Il est fait référence aux résultats de l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises (enquête CTS), dans laquelle plus de la moitié des participants ont indiqué qu'il est devenu plus difficile de recruter aux salaires en vigueur. Si la pénurie de main-d'œuvre s'avère être un phénomène structurel lié, par exemple, à des facteurs démographiques ou à des modifications des préférences s'agissant des loisirs, il est important d'évaluer dans quelle mesure les hausses des salaires reflètent le pouvoir de négociation accru des salariés, qu'il soit individuel ou collectif, et dans quelle mesure elles reflètent simplement le rattrapage des salaires réels à la suite de la poussée inflationniste.

Le caractère échelonné du processus des négociations salariales collectives implique un impact différé de l'inflation sur le rattrapage des salaires réels. Dans quelques pays, les salaires réels d'une part importante des travailleurs restent inférieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. À plus long terme, cette situation contribue à prolonger la dynamique des salaires. Si, du point de vue de l'inflation, il est souhaitable que le rattrapage se déroule de manière maîtrisée, celui-ci constitue également un élément sain qui soutient la croissance du revenu réel et bénéficie à l'économie de la zone euro. Dans le même temps, des inquiétudes sont exprimées quant au fait que les salaires pourraient continuer d'augmenter plus fortement que ce qui est compatible avec la cible d'inflation – même une fois le processus de rattrapage achevé. Toutefois, plus les salaires réels réalisent un

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

rattrapage, moins les travailleurs seront incités à réclamer des hausses de salaire plus élevées et les entreprises à répercuter ces augmentations dans l'environnement actuel de faible demande.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les membres du Conseil ont pris note des dernières évolutions des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et des indicateurs tirés d'enquêtes. Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme sont restées globalement stables, s'établissant pour la plupart autour de 2 %. Les anticipations d'inflation actuelles sont bien ancrées, mais laissent penser que l'inflation ne devrait pas être inférieure à la cible, les distributions étant toujours déformées vers le haut. De manière générale, ce constat est valable pour les anticipations tirées de l'enquête sur les anticipations des consommateurs, de l'enquête SAFE, de l'EPP et de l'enquête SMA. Les probabilités tirées des options sur les taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans sont plus élevées pour les résultats supérieurs à 2,5 % que pour les résultats inférieurs à 1,5 %. Toutefois, les anticipations d'inflation à plus long terme des analystes telles qu'elles ressortent de l'enquête SMA ne présentent pas la même asymétrie. Il est suggéré qu'en principe, des risques plus importants à la hausse qu'à la baisse peuvent concorder avec des anticipations de chocs d'offre défavorables plus fréquents à l'avenir.

S'agissant des risques, les membres du Conseil estiment que l'inflation pourrait être plus élevée qu'anticipé si les salaires ou les profits augmentent plus que prévu. Les risques à la hausse pour l'inflation proviennent également des tensions géopolitiques accrues, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme, et perturber les échanges mondiaux. En outre, 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 est souligné que les risques à la baisse pesant sur la demande agrégée s'accompagneront de risques à la baisse pour l'inflation à moyen terme. Dans le même temps, il est avancé qu'il existe toujours de bonnes raisons de demeurer attentifs aux risques à la hausse pour l'inflation. Premièrement, les données devenues disponibles, en particulier pour l'inflation dans les services, ont été supérieures aux anticipations antérieures. Deuxièmement, les principaux éléments constitutifs du narratif sur la désinflation, tels que le redressement attendu de la productivité et le ralentissement de la croissance des salaires n'ont pas encore été constatés dans les données effectives. À l'heure actuelle, les coûts salariaux unitaires continuent d'augmenter rapidement.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil soulignent que la réduction des taux d'intérêt directeurs décidée en juin s'est bien transmise aux taux d'intérêt du marché monétaire. Ceux-ci ont légèrement baissé depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juin, même s'ils ont fluctué dans une certaine mesure depuis lors en réaction aux publications de données. En moyenne, les intervenants de marché intègrent actuellement dans les prix environ deux réductions de taux supplémentaires de 25 points de base d'ici la fin de l'année, mais ils ont accordé une probabilité presque nulle à une réduction lors de la réunion de politique monétaire de juillet.

Globalement, les conditions financières plus larges ont peu évolué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en juin, mais elles ont été légèrement volatiles dans l'intervalle. Les marchés financiers ont été affectés par l'incertitude politique dans la zone euro, même si les effets globaux et la hausse de la volatilité sont restés faibles et ont été en grande partie annulés. Les coûts de financement sont restés globalement stables à des niveaux restrictifs, les hausses passées des taux directeurs continuant de produire leurs effets sur la chaîne de transmission. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux crédits aux entreprises a faiblement diminué en mai, tandis que les taux des prêts hypothécaires sont restés inchangés.

Les conditions d'octroi des prêts sont restées restrictives. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont légèrement durcis au deuxième trimestre, alors qu'ils se sont un peu assouplis pour les prêts hypothécaires. L'enquête BLS met également en évidence une atonie persistante de la demande de prêts et de lignes de crédit de la part des entreprises, même si la croissance attendue de la demande de prêts est devenue positive. En outre, la demande de prêts hypothécaires et de crédits à la consommation émanant des ménages a augmenté. Il a été mentionné que dans l'ensemble, les résultats de l'enquête BLS suggèrent que la transmission de la politique monétaire restrictive a probablement franchi son pic.

La croissance du crédit est également demeurée atone. La croissance des prêts bancaires aux entreprises et aux ménages est restée à des niveaux faibles en mai et n'a augmenté que légèrement par rapport au mois précédent. La croissance annuelle de M3 a poursuivi son redressement progressif, tout en restant relativement modérée. Elle est déterminée en grande partie par les entrées de capitaux provenant de l'extérieur de la zone euro.

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.

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 informations disponibles et les indicateurs prospectifs ont généralement soutenu l'évaluation précédente par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation à moyen terme. Les évolutions récentes et les dernières données restent globalement compatibles avec les projections de juin. L'inflation totale devrait fluctuer autour des niveaux actuels pendant le reste de l'année, en raison en partie d'effets de base liés à l'énergie. Mais l'inflation devrait revenir à la cible au second semestre de l'année prochaine, puis se stabiliser autour de la cible en 2026. Il est également important de noter que les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissant autour de 2 %. Dans le même temps, la distribution actuelle des anticipations d'inflation reste déformée vers le haut. De plus, la hausse des prix des services est restée plus persistante que prévu.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil ont noté que, si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart sont demeurées stables ou ont légèrement diminué en juin. Cela étant, les signaux provenant des différentes mesures de l'inflation sous-jacente demeurent contrastés. L'inflation intérieure est demeurée élevée, en haut de la fourchette de ces mesures, et est apparue plus rigide que prévu. L'inflation *core* est aussi restée relativement élevée. Elle a été plus élevée que prévu, affichant une certaine persistance, et est toujours soumise à des risques à la hausse étant donné les surprises à la hausse répétées s'agissant de l'inflation dans le secteur des services. Plus généralement, de nombreuses mesures de l'inflation sous-jacente pourraient se révéler relativement stables pour le reste de l'année. Interpréter ces données est devenu plus délicat car, à mesure que l'inflation se rapproche de la cible, ces mesures s'ajustent naturellement plus lentement. Il devient donc plus difficile de déterminer si oui ou non, la baisse plus lente signale une véritable stagnation du processus de désinflation. La dynamique des coûts salariaux restera une préoccupation essentielle, et l'interaction entre les salaires, la productivité et les bénéfices sera probablement particulièrement importante pour l'évolution de l'inflation intérieure telle que mesurée par le déflateur du PIB. À cet égard, il est rassurant de constater que les tensions d'origine interne sur les coûts provenant d'une croissance élevée des salaires, y compris dans le secteur des services, sont de plus en plus compensées par les bénéfices unitaires.

Enfin, dans l'ensemble, les membres du conseil ont reconnu que la transmission de la politique monétaire se produisait conformément aux prévisions. La politique monétaire maintient des conditions de financement restrictives et la transmission des relèvements passés des taux directeurs reste forte.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

Des conditions de financement restrictives expliquent l'atonie de la demande intérieure et continueront de peser sur l'activité au cours des prochains mois. Il a été estimé que la contraction en cours du bilan de l'Eurosystème a accentué ce caractère restrictif. Dans le même temps, la poursuite de la croissance des bénéfices dans le secteur des services, quoique à des taux plus bas, et la vigueur de la demande de services suggère une transmission plus faible de la politique monétaire au volet de l'économie exerçant les pressions inflationnistes les plus fortes. Cela étant, la politique monétaire mettra probablement plus de temps à se transmettre au secteur des services. Et même si la transmission du renchérissement des services était relativement plus faible, cela ne devrait pas être considéré isolément de la relative faiblesse de la hausse des prix des biens.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE à leurs niveaux actuels. Les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les informations disponibles confirment globalement la précédente évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation à moyen terme. Si, parmi les mesures de l'inflation sous-jacente, certaines ont augmenté en mai sous l'effet de facteurs ponctuels, la plupart ont été stables ou ont légèrement diminué en juin. Conformément aux attentes, l'incidence inflationniste de l'importante hausse des salaires a été amortie par les bénéfices des entreprises. La politique monétaire maintient des conditions de financement restrictives. Cependant, les tensions d'origine interne sur les prix demeurent fortes, les prix des services augmentent à un rythme élevé et l'inflation totale devrait rester supérieure à la cible sur une bonne partie de 2025. Il a été noté que ces évolutions suggèrent que le dernier kilomètre de la désinflation était plus difficile et que la mission de ramener l'inflation durablement à la cible de 2 % n'était pas encore assurée, malgré des progrès significatifs.

L'inflation ne diminuant que progressivement, il a été jugé naturel que la réponse du Conseil des gouverneurs soit prudente. Cela conforte l'idée d'une pause lors de la présente réunion. Cette approche prudente s'est révélée particulièrement nécessaire étant donné les incertitudes actuelles concernant l'évolution des salaires, des bénéfices, de la productivité et de l'inflation dans le secteur des services. Tous ces éléments nécessiteront un suivi continu et une évaluation à l'arrivée de nouvelles données afin d'accroître la confiance dans les perspectives d'inflation. Au moment de la réunion de septembre, un large éventail de nouvelles données sera disponible, telles que les données relatives à l'inflation pour juillet et août ; les informations tirées des comptes nationaux pour le deuxième trimestre, incluant la rémunération par tête, les bénéfices et la productivité ; une actualisation des données monétaires ; et un nouvel ensemble de projections macroéconomiques.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

En matière de calendrier, il a été avancé que le Conseil des gouverneurs pouvait se permettre d'être patient et d'attendre davantage de données pour confirmer que la désinflation est effectivement en bonne voie. Une approche prudente permettrait également au Conseil des gouverneurs de réagir en suivant une trajectoire plus progressive de réduction des taux directeurs si l'inflation était plus persistante que prévu actuellement. L'importance de ramener l'inflation à la cible au plus tôt et de manière durable a été réaffirmée. Cela compte autant pour la crédibilité que parce qu'un nouveau retard pourrait induire des coûts élevés, les anticipations d'inflation étant plus fragiles qu'habituellement car l'inflation a été supérieure à sa cible pendant très longtemps. Dans le même temps, il a été souligné que l'atténuation progressive du caractère restrictif de la politique monétaire nécessite de trouver un juste équilibre, dans la mesure où il est également important de ne pas inutilement nuire à l'économie en maintenant les taux à un niveau restrictif pendant trop longtemps.

Les membres du Conseil ont souligné qu'ils restaient déterminés à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme et qu'ils maintiendraient les taux directeurs à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire pour atteindre cet objectif. Il a également été considéré comme important de maintenir une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive. Il ne doit pas y avoir d'engagement à l'avance sur une trajectoire de taux particulière, puisque le rythme exact auquel l'inflation reviendra à la cible reste incertain. Néanmoins, il est également important de rester attentif à l'économie réelle. La réunion de septembre a été largement considérée comme un moment adéquat pour réévaluer le caractère restrictif de la politique monétaire. Cette réunion doit être abordée en gardant un esprit ouvert, ce qui implique également que s'appuyer sur les données n'équivaut pas à être trop dépendant de points de données spécifiques. Enfin, la politique monétaire devait rester fondée sur les éléments bien établis de la fonction de réaction.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition du directoire de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement partiel des remboursements des titres arrivant à échéance dans le portefeuille du programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées dans le communiqué de presse de politique monétaire s'y rapportant. Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration de politique monétaire, que la présidente et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 18 juillet 2024](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 17 et 18 juillet 2024

Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno
- M. Cipollone
- Mme Delgado
- M. Elderson
- 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
- M. Šimkus*
- M. Stournaras

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau
- M. Vujčić
- M. Wunsch

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

Autres participants

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

Personnes accompagnantes

- M. Arpa
- Mme Bénassy-Quéré
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Haber, remplaçant de M. Holzmann
- M. Kaasik
- M. Koukoularides
- M. Lünnemann
- M. Madouros
- M. Martin
- Mme Mauderer
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- 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 10 octobre 2024.