



# Réunion des 10 et 11 avril 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 10 et le jeudi 11 avril 2024

10 mai 2024

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

### Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a noté que depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 6 et 7 mars 2024, les marchés financiers avaient commencé à intégrer une certaine divergence entre la trajectoire de politique monétaire attendue dans la zone euro et celle attendue aux États-Unis. Cela s'est reflété dans une augmentation du différentiel de taux d'intérêt. Aux États-Unis, la publication d'une série de données économiques solides a montré la capacité de résistance de l'économie américaine aux niveaux actuels de taux d'intérêt. Cela a conduit les marchés financiers à anticiper le fait qu'une première réduction de taux d'intérêt se ferait à une date ultérieure et que l'ampleur globale de l'assouplissement de la politique monétaire serait moins importante que prévu précédemment.

Dans la zone euro, en revanche, les anticipations relatives à la trajectoire de la politique monétaire de la BCE ont beaucoup moins changé. En raison de la communication du Conseil des gouverneurs et des dernières données économiques disponibles pour la zone euro, les répercussions des anticipations de taux pour les États-Unis sur la partie courte de la courbe des rendements de la zone euro sont restées contenues. Les investisseurs ont considéré qu'il n'y avait presque aucune chance de baisse de taux lors de la présente réunion, mais ont totalement intégré une réduction de taux pour juin, suivie de deux autres réductions de taux plus tard dans l'année. Ce constat est en ligne avec les éléments de l'enquête réalisée en avril auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts, SMA*).

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

La divergence croissante entre les évolutions attendues des taux d'intérêt à court terme de la zone euro et des États-Unis s'est reflétée dans une divergence visible entre les taux d'intérêt à long terme des deux économies. Les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à long terme n'ont que légèrement augmenté depuis la précédente réunion du conseil des gouverneurs qui s'est tenue les 6 et 7 mars 2024, alors que les taux OIS aux États-Unis ont nettement augmenté sur la même période. La hausse enregistrée aux États-Unis reflète une augmentation du taux d'intérêt réel et de la compensation de l'inflation. Cela n'a pas eu de répercussions sur la zone euro, ce qui indique un certain découplage sur la partie longue de la courbe des rendements. Sous l'effet d'une combinaison sans précédent de chocs macroéconomiques et de chocs de politique monétaire communs aux deux économies le co-mouvement des taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro en 2022 et 2023 a atteint son niveau le plus élevé observé depuis la crise financière mondiale. Depuis début 2024, le co-mouvement s'est atténué, les évolutions macroéconomiques et les perspectives relatives à la politique monétaire étant devenues moins synchronisées entre les deux économies. L'accroissement du différentiel de rendements qui en a résulté depuis la réunion de politique monétaire de mars du Conseil des gouverneurs s'est accompagné d'une légère dépréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar.

Même si la communication récente de la BCE a consolidé les anticipations relatives au calendrier de la première baisse de taux directeurs, l'incertitude quant à la trajectoire future de la politique monétaire est restée élevée. La volatilité sur les marchés de taux d'intérêt de la zone euro est restée très élevée par rapport à la période qui a précédé le début du relèvement des taux par la BCE. En revanche, les évolutions macroéconomiques favorables au niveau de l'économie mondiale, en particulier aux États-Unis, et la réduction des risques baissiers extrêmes pesant sur la croissance économique sont allées de pair avec une très faible volatilité sur les marchés des actifs risqués. Les mesures de la volatilité implicite des marchés boursiers de la zone euro et des États-Unis sont revenues à leurs niveaux d'avant la pandémie.

Une source d'incertitude toujours élevée concernant la trajectoire de la politique monétaire de la BCE tient au fait que, sur la base de la fixation des prix des options, les investisseurs ont continué d'évaluer les risques pesant sur les perspectives d'inflation de la zone euro comme étant orientés à la hausse malgré le processus de désinflation en cours. Parmi les déterminants de ces risques perçus à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation, les prix des produits alimentaires ont fortement augmenté ces dernières semaines, en partie du fait des événements météorologiques extrêmes liés au changement climatique et au phénomène El Niño. Les prix du pétrole brut *Brent* ont dépassé 90 dollars le baril, en raison de la crainte d'une hausse des tensions au Moyen Orient.

Les marchés des actifs risqués continuent de résister à l'incertitude en matière de politique monétaire. L'indice de référence EURO STOXX a encore augmenté depuis la réunion de politique monétaire de

mars, mais les dernières valorisations boursières sont restées proches de leur médiane historique dans la zone euro. La reprise des marchés boursiers dans la zone euro depuis le début de l'année est principalement tirée par les grandes entreprises de la zone euro actives au niveau international. Les petites et moyennes entreprises, susceptibles de dépendre davantage des marchés intérieurs, ont moins bénéficié de l'environnement mondial marqué par une appétence pour le risque (*risk-on*). Compte tenu des valorisations de marché tendues dans certains compartiments, notamment aux États-Unis, le risque d'une correction des marchés a augmenté.

La combinaison de marchés des actifs risqués mondiaux dynamiques, d'une croissance solide et d'une faible volatilité sur les marchés a également continué de soutenir les écarts de rendement souverains de la zone euro par rapport aux taux OIS. Malgré une légère hausse récemment, les écarts de rendement sont restés à des niveaux comprimés, en dépit d'une hausse des coûts du service de la dette et de la récente détérioration des perspectives budgétaires dans plusieurs économies de la zone euro.

S'agissant du financement des banques, les marchés fonctionnent bien et la liquidité est redistribuée de façon harmonieuse dans le système bancaire, l'excédent de liquidité ayant diminué.

Les remboursements récents, en mars 2024, de fonds empruntés au titre de la septième opération de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) ont entraîné une nouvelle baisse de l'excédent de liquidité dans la zone euro, qui a diminué de 31 %, revenant à 1 500 milliards d'euros après son pic de 4 700 milliards d'euros en novembre 2022. La hausse des volumes souscrits lors des opérations de refinancement standard par rapport au montant des remboursements en mars a été très limitée et comparable aux niveaux observés lors des remboursements antérieurs au titre des TLTRO. Les banques se sont adaptées à la baisse du financement de banque centrale en accroissant leur financement en provenance d'autres sources, y compris par le biais de mises en pension (*repo borrowing*), sur fond de forte hausse de l'activité sur les marchés monétaires des opérations garanties. Les nouvelles émissions d'obligations bancaires ont représenté une autre source importante de financement. En particulier, les émissions d'obligations sécurisées se sont nettement redressées en 2022 et 2023, inversant les évolutions observées au cours des deux années précédentes.

Globalement, il est encourageant de constater que les marchés obligataires et monétaires fonctionnent sans heurts et montrent des signes de réduction des risques de fragmentation. Les évolutions des marchés de financement des banques continueront d'être étroitement surveillées, en ligne avec les décisions du Conseil des gouverneurs dans le contexte du réexamen du cadre opérationnel.

## Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

En commençant par l'économie mondiale, M. Lane a examiné les dernières informations disponibles, faisant état d'une modeste reprise de l'activité mondiale au premier trimestre. Le commerce mondial devrait se redresser progressivement au cours de l'année avec la reprise économique, le rééquilibrage graduel des profils de dépenses des services vers les biens et la normalisation du cycle des stocks. Toutefois, les tensions en mer Rouge constituent encore un risque baissier pour le commerce.

Le taux de change de l'euro est resté globalement stable depuis la réunion de politique monétaire de mars, tant contre le dollar qu'en termes effectifs nominaux. On a observé un bond manifeste des prix du pétrole depuis la réunion de mars, le pétrole brut *Brent* augmentant de 4,7 %, à 92,8 dollars le baril. La courbe des contrats à terme implique une inversion partielle des hausses les plus récentes au cours des prochains mois. Les prix du gaz naturel européen ont augmenté de 6,9 % depuis la réunion de mars, mais restent nettement moins élevés que lors de la réunion de décembre 2023. Les prix des métaux se sont inscrits en légère hausse. Les prix des matières premières alimentaires ont fortement augmenté depuis la réunion de mars, principalement du fait du renchérissement du cacao.

S'agissant de la zone euro, M. Lane a souligné que l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est progressivement améliorée ces derniers mois revenant à 2,4 % en mars après 2,6 % en février. La variation des prix de l'énergie est ressortie à - 1,8 % en mars, après - 3,7 % le mois précédent, en raison principalement d'un effet de base haussier et de l'inversion de certaines mesures de soutien budgétaire. La hausse des prix des produits alimentaires s'est de nouveau ralentie, à 2,7 % en mars, après 3,9 % en février, la hausse des prix des produits alimentaires transformés ayant continué de baisser et la variation des prix des produits alimentaires étant devenue négative. L'inflation *core* (c'est-à-dire l'IPCH hors énergie et produits alimentaires) est revenue à 2,9 % en mars après 3,1 % en février. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques s'est de nouveau ralentie, à 1,1 % en mars, après 1,6 % le mois précédent. L'inflation dans le secteur des services est restée inchangée à 4,0 % en mars, en raison en partie du calendrier précoce des fêtes de Pâques. De nombreux observateurs ont remarqué que le *momentum* de l'inflation s'est encore redressé, ce qui a pu être observé sur les différentes composantes, mais il est important de noter que cette évolution a été prise en compte dans les projections macroéconomiques de mars 2024 établies par les services de la BCE.

S'agissant des services, l'inflation est revenue de 5,6 %, son pic de l'été dernier, à 4 % en mars. Une grande partie de cette réduction est due à la dissipation des effets de la réouverture de l'économie après la pandémie, en particulier dans les « services à forte intensité de contacts » tels

que le tourisme, l'hébergement et la restauration. Il existe une corrélation étroite entre les salaires et le taux d'inflation dans les secteurs sensibles aux salaires, ce qui explique pourquoi une forte baisse de l'inflation dans le secteur des services ne devrait pas être observée avant 2025, en ligne avec la décélération projetée des salaires en 2025 par rapport à 2024.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué en février, confirmant le scénario d'une réduction progressive des tensions sur les prix. L'impact des chocs d'offre défavorables passés a continué de se dissiper et la politique monétaire restrictive pèse encore sur la demande. Dans la partie basse de la fourchette de mesures, les indicateurs fondés sur la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) se sont inscrits en légère hausse, mais sont restés proches de 2 %. Le taux de croissance annuel de l'inflation intérieure est resté inchangé, à 4,5 %.

Les pressions salariales se modèrent progressivement mais demeurent élevées par rapport à un niveau de référence d'équilibre (*steady-state*). La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est ralentie pour s'établir à 4,6 % au quatrième trimestre 2023, après 5,1 % au troisième trimestre. Ce résultat est inférieur de 0,2 point de pourcentage aux projections de mars établies par les services de la BCE. La croissance de la rémunération horaire s'est également ralentie, pour s'établir, en rythme annuel, à 4,4 % au quatrième trimestre 2023, après 5,0 % au troisième trimestre.

La composante salaires et traitements de l'indicateur de coûts de main-d'œuvre est revenue à 3,3 % au quatrième trimestre, après 5,1 % au troisième trimestre. La croissance annuelle des coûts unitaires de main-d'œuvre est revenue à 5,8 % au quatrième trimestre, après 6,5 % au trimestre précédent, mais est demeurée élevée, reflétant en partie la faiblesse de la croissance de la productivité.

La croissance des salaires négociés, y compris les paiements exceptionnels, est revenue de 4,7 % au troisième trimestre 2023 à 4,5 % au quatrième trimestre. Les outils prospectifs de suivi des salaires de la BCE ont également continué de montrer des signes d'atténuation des tensions. L'outil de suivi des salaires d'*Indeed*, fondé sur les offres d'emploi, et les retours des participants à l'enquête téléphonique menée par la BCE auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*, CTS) et à l'enquête de la BCE sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE) indiquent un ralentissement de la croissance des salaires en cours d'année.

La décélération de la croissance des salaires actuelle et projetée reste le facteur de soutien fondamental de la convergence attendue de l'inflation vers la cible de 2 % de la BCE en 2025. Mais il est important de souligner que la croissance des salaires ne sera pas stable pour le reste de l'année et que la réduction des pressions salariales ne suivra pas une tendance linéaire. La croissance des salaires négociés devrait rebondir, principalement en raison de paiements exceptionnels. Il est donc important de garder à l'esprit la dynamique globale, telle qu'intégrée dans les projections, plutôt que le dernier chiffre uniquement.

Les bénéfiques ont continué d'amortir la répercussion de la hausse des coûts de main-d'œuvre sur l'inflation. La croissance annuelle des bénéfiques unitaires s'est encore ralentie au quatrième trimestre 2023, revenant à 2,8 % après 4,7 % au troisième trimestre. Cette baisse significative a constitué le principal déterminant de la réduction du taux de croissance annuel du déflateur du PIB, qui a reculé de 0,6 point de pourcentage pour s'établir à 5,3 % au quatrième trimestre.

S'agissant des anticipations d'inflation, selon l'enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels (EPP), le centre de la distribution des anticipations d'inflation à long terme est resté autour de 2 % depuis que l'inflation a atteint un pic au quatrième trimestre 2022. Mais la queue droite de la distribution, qui reflète une mesure du risque, implique que moins de participants anticipent désormais un niveau d'inflation nettement supérieur à la cible à long terme. Ce constat est rassurant, dans la mesure où il montre la bonne compréhension de la cible d'inflation. Au niveau des entreprises, comme le reflète l'enquête SAFE, les anticipations médianes et l'écart interquartile de l'inflation à un an sont inférieures à ce qu'elles étaient lors de l'enquête précédente. Les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente ont également baissé, comme déclaré dans l'enquête SAFE, ainsi que dans l'enquête de la Commission européenne correspondante qui capture les anticipations à court terme relatives aux prix de vente.

À plus long terme, l'inflation totale devrait fluctuer autour des niveaux actuels à court terme, en raison d'effets de base dans la composante énergie et de l'inversion de l'effet haussier du calendrier précoce des fêtes de Pâques sur l'inflation dans le secteur des services en mars. Néanmoins, l'inflation devrait revenir à la cible de la BCE en 2025 avec l'atténuation des tensions sur les coûts de main d'œuvre ; les effets des chocs énergétiques passés, les goulets d'étranglement du côté de l'offre et la réouverture de l'économie après la pandémie ont continué de se dissiper ; et l'impact désinflationniste de la politique monétaire a continué de faire sentir ses effets.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent les tensions géopolitiques accrues, en particulier au Moyen-Orient, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme et perturber les échanges mondiaux. L'inflation pourrait également être plus forte qu'anticipé si les salaires augmentent plus que prévu ou si les marges bénéficiaires se révèlent plus résistantes. En revanche, elle pourrait surprendre à la baisse si la politique monétaire freinait davantage la demande qu'anticipé ou si l'environnement économique dans le reste du monde se détériorait de manière inattendue.

L'économie de la zone euro est restée atone au premier trimestre 2024. Les données disponibles continuent de faire état d'une divergence entre les secteurs manufacturiers, faibles, et les secteurs des services, en amélioration, reflétant en partie l'impact défavorable persistant exercé sur la production manufacturière par les chocs passés sur les prix de l'énergie. L'activité économique devrait se redresser modérément au deuxième trimestre et se renforcer en cours d'année. Cette reprise devrait être soutenue par la hausse des revenus réels, résultant du ralentissement de l'inflation, de la

croissance des salaires et de l'amélioration des termes de l'échange. De plus, la progression des exportations de la zone euro devrait se renforcer au cours des prochains trimestres, à mesure du redressement de l'économie mondiale et de la poursuite de la réorientation des dépenses vers les biens échangeables. Enfin, la politique monétaire devrait progressivement moins peser sur la demande.

La confiance des consommateurs s'est redressée dans une certaine mesure, mais reste en demi-teinte par rapport aux niveaux observés avant la guerre en Ukraine. La dernière enquête sur les anticipations des consommateurs (CES) indique une tendance à la hausse des projets des consommateurs en matière d'achats importants et de vacances.

En ce qui concerne l'investissement dans l'immobilier résidentiel, les indicateurs tirés d'enquêtes restent très faibles. Les dernières données sur les prix de l'immobilier pour le quatrième trimestre 2023 montrent que les prix de l'immobilier résidentiel, après avoir fortement baissé, se stabilisent. Dans le cas de l'investissement des entreprises, les indications fournies par les enquêtes restent également faibles, mais avec des variations importantes entre pays.

S'agissant du marché du travail, la croissance atone du PIB et celle, solide, de l'emploi en 2023 ont entraîné une faible productivité du travail. Le taux de chômage est resté inchangé, à un niveau historiquement bas de 6,5 % en février. Dans le même temps, les tensions sur le marché du travail continuent de s'atténuer progressivement, comme en atteste la diminution des annonces de postes vacants.

En ce qui concerne l'orientation budgétaire, le déficit primaire corrigé du cycle de la zone euro en 2023 est susceptible d'avoir été légèrement plus important qu'indiqué dans les projections de mars établies par les services de la BCE.

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé.

Un affaiblissement de l'économie mondiale ou un nouveau ralentissement du commerce international pourraient également peser sur 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 en l'avenir de la part des entreprises et des ménages et à des perturbations du commerce international. La croissance pourrait être plus soutenue si l'inflation se ralentit plus rapidement qu'attendu et si la hausse des revenus réels se traduit par une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

S'agissant de l'analyse des évolutions monétaires et financières, les taux d'intérêt sans risque sont demeurés globalement stables depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, et la transmission de l'orientation de politique monétaire restrictive aux conditions de

financement plus larges est restée vigoureuse. Les taux des prêts accordés aux entreprises et des prêts hypothécaires ont quelque peu fléchi en février tout en restant élevés, à 5,1 % et 3,8 % respectivement. Les informations disponibles continuent d'indiquer des dynamiques de prêt stagnantes, dans un contexte de faible demande agrégée, de critères d'octroi de crédit stricts et de politique monétaire restrictive. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a légèrement augmenté pour s'inscrire à 0,4 % en février, tandis que celui des prêts aux ménages est resté inchangé, à 0,3 % en février. La faible création de crédits a pesé sur la croissance de l'agrégat monétaire M3, qui est restée contenue en février, à 0,4 % contre 0,1 % en janvier. Les coûts de financement des banques restent à des niveaux historiquement élevés.

Les informations issues de la dernière enquête sur la distribution du prêt bancaire (BLS) et de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (SAFE) sont cohérentes avec la persistance d'une demande de crédit faible et une stabilisation à des niveaux restrictifs des conditions d'offre de crédit pour les entreprises. L'enquête BLS indique un nouveau durcissement net modeste des critères d'octroi de crédit pour les prêts bancaires aux entreprises, en raison principalement de la perception des risques des banques. Parallèlement, les banques désignent les taux d'intérêt plus élevés et les réductions des plans d'investissement comme facteurs principaux de la nouvelle baisse importante de la demande nette de prêts des entreprises au premier trimestre 2024. Dans l'enquête SAFE, les entreprises confirment ce profil et rapportent une baisse de la disponibilité des prêts bancaires. Elles y font également état d'une réduction marquée de la part des entreprises dans les demandes de prêts bancaires. Pour les ménages, les résultats de l'enquête BLS indiquent une baisse modérée de la demande nette de prêts hypothécaires et une demande nette globalement stable pour les prêts à la consommation. Les critères d'octroi de crédit pour les prêts hypothécaires des ménages se sont assouplis au premier trimestre pour la première fois en plus de deux ans, mais ceux appliqués aux prêts à la consommation se sont de nouveau durcis.

## Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base de l'évaluation des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a proposé de laisser inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les données récentes sont conformes à la trajectoire d'inflation de moyen terme envisagée dans les projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE, qui prévoient un retour de l'inflation totale à sa cible d'ici mi-2025. L'inflation totale s'est encore ralentie en mars, et après une certaine volatilité à court terme liée à des effets de base et au retrait de diverses mesures budgétaires, elle devrait reprendre sa trajectoire à la baisse plus tard dans l'année. Prises dans leur ensemble, les différentes mesures de l'inflation sous-jacente indiquent également que la désinflation pourrait se poursuivre. Dans le même temps, l'inflation



intérieure en glissement annuel et la hausse des prix des services ne ralentissent que lentement. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs doit disposer d'éléments supplémentaires confirmant que la croissance des salaires se ralentit comme anticipé et que les marges bénéficiaires continuent d'absorber la répercussion des coûts de main-d'œuvre plus élevés sur l'inflation.

La poursuite de l'avancée vers la cible courant 2025 serait appuyée par la prochaine phase de décélération de la croissance des salaires, la dissipation progressive du choc énergétique et des goulets d'étranglement du côté de l'offre et une contribution plus modérée du retrait des mesures budgétaires. Ces pressions désinflationnistes seraient également renforcées par l'effet modérateur cumulé de l'orientation monétaire restrictive sur la demande, qui limite notamment la capacité des entreprises à répercuter les hausses de coûts. Les données récentes confirment la transmission toujours vigoureuse du resserrement monétaire. Des signes de stabilisation de l'offre de crédit à un niveau restrictif et un certain assouplissement de la tarification des nouveaux prêts ont été observés, en raison principalement de l'anticipation de futures baisses des taux directeurs.

Sur la base des trois éléments de sa fonction de réaction, le Conseil des gouverneurs estime que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui contribuent fortement au processus de désinflation en cours. Les futures décisions du Conseil des gouverneurs feront en sorte que ses taux d'intérêt directeurs restent suffisamment restrictifs, aussi longtemps que nécessaire. Si son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la vigueur de la transmission de la politique monétaire devait encore renforcer sa confiance dans la convergence durable de l'inflation vers l'objectif, il serait opportun de réduire le caractère restrictif actuel de la politique monétaire. En tout état de cause, le Conseil des gouverneurs maintiendra 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 s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

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

### Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'environnement extérieur, la croissance du PIB mondial est restée modérée mais de premiers signes d'amélioration sont apparus. La dynamique de la croissance mondiale se renforce, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur manufacturier s'inscrivant en forte hausse. En outre, malgré une croissance du PIB qui reste modeste, le commerce mondial a observé un rebond, porté par les économies de marché émergentes. La vigueur des données économiques aux

États-Unis et le redressement de l'économie du Royaume-Uni sont considérés comme des facteurs favorables à la reprise mondiale. Les membres du Conseil notent que l'activité industrielle en Chine s'est mieux portée que prévu, mais ils soulignent également les incertitudes et les risques liés à la reprise du pays pour la croissance mondiale.

Les membres du Conseil prennent note de la publication des données relatives à l'indice des prix à la consommation (IPC) pour mars aux États-Unis, qui sont plus élevées que prévu. Ces données semblent confirmer que l'inflation mondiale reflète actuellement des évolutions principalement « rigides » des prix des services. Mais il a également été souligné que les résultats récents de l'inflation aux États-Unis reflètent des facteurs idiosyncratiques. Quoi qu'il en soit, la dépréciation de l'euro à la suite de la publication des données relatives à l'inflation aux États-Unis met en évidence la nécessité d'un suivi attentif de l'incidence du taux de change sur l'inflation dans la zone euro. Les répercussions en provenance des États-Unis liées à un effet de taux de change durable ralentiraient probablement le processus de désinflation dans la zone euro. Plus globalement, il a été avancé que les effets de taux de change dépendront des chocs sous-jacents déterminant l'activité économique et l'inflation. À cet égard, les évolutions de l'inflation aux États-Unis et dans la zone euro sont considérées comme étant de nature différente, celles observées aux États-Unis étant davantage déterminées par des facteurs liés à la demande tandis que celles observées dans la zone euro le sont par des facteurs liés à l'offre.

S'agissant de l'économie de la zone euro, les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que les dernières informations confirment globalement les perspectives de croissance et d'inflation présentées dans les projections macroéconomiques de mars 2024, indiquant que la capacité de prévision des exercices trimestriels de projections est rétablie.

En ce qui concerne l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés avec M. Lane sur le fait que l'économie est restée faible au premier trimestre 2024. Si les dépenses dans les services ont bien résisté, les entreprises du secteur manufacturier sont confrontées à une faible demande et à une production encore modérée, en particulier dans les secteurs à forte intensité énergétique. Les enquêtes laissent entrevoir une reprise progressive au cours de l'année tirée par les services. L'indice des directeurs d'achat pour l'activité future à 12 mois a retrouvé sa moyenne de long terme en mars, et certaines données quantitatives (*hard data*) disponibles confirment ce tableau. Cette reprise devrait être soutenue par une hausse des revenus réels résultant du recul de l'inflation, de la progression des salaires et de l'amélioration des termes de l'échange. En outre, la croissance des exportations de la zone euro devrait s'accélérer au cours des prochains trimestres, à mesure que l'économie mondiale se redresse et que les dépenses continuent de se réorienter vers les biens exportables. Enfin, le frein exercé par la politique monétaire sur la demande devrait se réduire progressivement.

Les membres du Conseil prennent acte des signaux contrastés ressortant des dernières données. Si certains indicateurs qualitatifs (*soft indicators*) sont devenus plus favorables, certains indicateurs quantitatifs (*hard indicators*) continuent d'indiquer une faible dynamique de croissance. Les outils mécaniques de prévision en temps réel indiquent une croissance du PIB en volume en glissement trimestriel aux premier et deuxième trimestres qui correspond globalement aux projections macroéconomiques de mars, avec un risque légèrement baissier sur le premier trimestre. Même si la croissance au premier trimestre est toujours considérée comme faible, des signes encourageants ressortent des dernières données, qui sont conformes aux projections macroéconomiques de mars et font état d'un redressement de l'activité au deuxième trimestre. Dans le même temps, il a été rappelé que la réalisation du profil de la projection de référence reste un défi. Les mouvements à la hausse observés dans les données disponibles ne doivent donc pas être assimilés à une matérialisation des risques haussiers pesant sur les projections de référence. Dans ce contexte, il a été souligné qu'aucun signe de reprise de la consommation privée, attendue comme le moteur de la croissance en 2024, n'est encore visible. De même, la faiblesse des derniers indicateurs du climat des affaires n'est pas de bon augure pour les perspectives d'investissement. Même la reprise, pourtant modeste, envisagée dans les projections macroéconomiques n'a pas encore eu lieu. Dans le même temps, il est rassurant de constater qu'une récession a été évitée, alors même que l'orientation de politique monétaire a contribué à ramener l'inflation de son point haut vers des niveaux modérés. Il a également été observé que le paysage de la croissance dans la zone euro est hétérogène, à la fois entre pays et entre secteurs. Les secteurs à moindre intensité énergétique ont enregistré une croissance plus rapide que les secteurs à forte intensité énergétique, ce qui pourrait être le signe d'une faiblesse structurelle plutôt que conjoncturelle.

En ce qui concerne les politiques budgétaire et structurelle, les membres du Conseil ont réaffirmé la nécessité que les pouvoirs publics poursuivent le retrait des mesures de soutien liées à l'énergie afin que le processus de désinflation reste en bonne voie. 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. Les politiques budgétaires et structurelles nationales doivent avoir pour objectif de rendre l'économie plus productive et plus compétitive, ce qui contribuerait à atténuer les tensions sur les prix à moyen terme. Au niveau européen, une mise en œuvre efficace et rapide du programme *Next Generation EU* et un renforcement du marché unique favoriseraient l'innovation et permettraient d'accroître l'investissement dans les transitions écologique et numérique. Des efforts plus déterminés et plus concrets pour achever l'union bancaire et l'union des marchés des capitaux contribueraient à mobiliser les investissements privés massifs nécessaires pour y parvenir, comme l'a souligné le Conseil des gouverneurs dans sa déclaration du 7 mars 2024.

Il a été souligné que les hypothèses relatives aux politiques budgétaires intégrées dans les projections macroéconomiques de mars constituent un élément d'incertitude et de risque. Des inquiétudes ont été

exprimées quant aux importantes révisions à la hausse des résultats du déficit et de la dette pour 2023 dans un certain nombre de pays de la zone euro. La nécessité de faire preuve de prudence et d'encourager l'assainissement en matière budgétaire dans l'ensemble de la zone euro doit être clairement énoncée. Cela est d'autant plus important au vu de la situation particulière en 2024, marquée par la transition vers un nouveau cadre de l'UE pour l'évaluation des déficits excessifs et des trajectoires budgétaires. Dans le même temps, le fait qu'un nouveau cadre soit bientôt mis en place, établissant des principes directeurs et améliorant les perspectives d'une mise en œuvre plus crédible, a été largement considéré comme une bonne nouvelle du point de vue de la politique monétaire.

S'agissant du marché du travail, il a été rappelé que le taux de chômage s'est établi à son plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro. Dans le même temps, les tensions sur le marché du travail ont continué de diminuer graduellement, comme en atteste la diminution des annonces de postes vacants. Les évolutions sur le marché du travail peuvent être considérées de différents points de vue. D'une part, il a été suggéré que l'état du marché du travail est resté globalement inchangé et que les tensions qu'il connaît demeurent une préoccupation pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Le taux de chômage se situe à un point bas historique, l'emploi enregistre une croissance robuste et les indicateurs relatifs aux tensions sont restés très supérieurs à leurs niveaux d'avant la pandémie. D'autre part, il a été reconnu que le sens des évolutions des indicateurs implique un certain ralentissement de la demande de main-d'œuvre. Cela est particulièrement visible au travers de la diminution des emplois vacants. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que le soutien apporté à l'économie par le marché du travail a atteint ses limites. L'offre de main-d'œuvre a déjà fortement augmenté et les entreprises ne disposent plus que de coussins limités pour maintenir des sureffectifs. Un retournement du cycle sur le marché du travail pourrait ainsi se traduire par des réductions d'effectifs plus importantes et une diminution des embauches. Une détérioration des perspectives d'emploi pourrait entraîner une baisse de la consommation.

Sur cette base, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur la croissance économique étaient orientés à la baisse. La croissance pourrait être plus faible si les effets de la politique monétaire s'avèrent plus marqués qu'anticipé. Un affaiblissement de l'économie mondiale ou un nouveau ralentissement du commerce international pourraient également peser sur 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 être plus soutenue si l'inflation se ralentit plus rapidement qu'attendu et si la hausse des revenus réels se traduit par une augmentation des dépenses plus importante qu'anticipé, ou si l'économie mondiale croît plus fortement que prévu.

Les risques à la baisse pesant sur la croissance économique ont été considérés comme particulièrement pertinents à court terme et ont été confirmés par les outils mécaniques de prévision en temps réel. Toutefois, il a également été avancé que les risques à court terme sont désormais équilibrés, en faisant référence aux rebonds récents des indicateurs tirés d'enquêtes et à certaines données quantitatives. Pour l'avenir, il a été souligné que les facteurs qui avaient précédemment protégé l'économie d'éventuels chocs défavorables – notamment des niveaux de liquidité élevés, une épargne des ménages abondante, des marges de manœuvre budgétaire, une augmentation de l'offre de main-d'œuvre et d'importantes marges bénéficiaires des entreprises – ont diminué en partie. Il a également été suggéré que le risque géopolitique lié au conflit au Moyen-Orient a augmenté parallèlement à l'escalade du conflit au cours des dernières semaines.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation de M. Lane selon laquelle les informations devenues disponibles ont globalement confirmé la précédente évaluation des perspectives d'inflation à moyen terme. L'inflation a continué de fléchir, revenant d'un taux annuel de 2,6 % en février à 2,4 % en mars, sous l'effet du ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires et des biens. Toutefois, la hausse des prix des services est restée élevée en mars, à 4,0 %. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente ont encore diminué en février, confirmant le scénario d'une réduction progressive des tensions sur les prix. Si l'inflation intérieure reste élevée, les salaires et les profits unitaires ont augmenté moins fortement qu'anticipé au dernier trimestre 2023 et des indicateurs plus récents signalent une nouvelle modération de la croissance des salaires.

La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est restée élevée, reflétant en partie une faible croissance de la productivité, mais les entreprises utilisent les bénéfices pour absorber une partie de la hausse des coûts de main-d'œuvre. L'inflation devrait fluctuer autour des niveaux actuels dans les prochains mois, avant de revenir vers la cible l'an prochain, sous l'effet de l'affaiblissement de la croissance des coûts de main-d'œuvre, des répercussions de la politique monétaire restrictive et de l'atténuation des effets de la crise énergétique et de la réouverture après la pandémie.

Les membres du Conseil considèrent que les dernières évolutions de l'inflation montrent que l'impact des chocs exceptionnels passés s'atténue et que les relations économiques se normalisent. Cela renforce la confiance dans les projections et dans la trajectoire prévue pour atteindre la cible d'inflation de la BCE en 2025. Les résultats pour le premier trimestre 2024 sont très proches des résultats anticipés dans les projections de mars établies par les services de la BCE. Les membres du Conseil ont pris note du profil irrégulier de l'inflation totale pour 2024, comme indiqué par les projections, et du fait qu'il n'y aurait pas de tendance linéaire baissière pour le reste de l'année. Un grand nombre des « bosses » attendues sont liées à des effets de base affectant les prix de l'énergie et sont déjà prises en compte dans les projections de référence. Si l'inflation totale est naturellement une variable clé à suivre, elle n'est pas la seule à être particulièrement volatile. La hausse des prix des services, qui a récemment enregistré une accélération du *momentum*, mesuré par le taux en

glissement sur trois mois annualisé, et les évolutions de la croissance des salaires ont également été affectées. À cet égard, il est important d'identifier la direction sous-jacente des évolutions et d'examiner la situation dans son ensemble.

Un large consensus s'est dégagé sur le fait que la hausse des prix des services et le rôle des salaires demeurent des questions essentielles pour les perspectives d'inflation. Cela a également été signalé par le fait que la hausse des prix des services est restée élevée, à 4 %, au cours des cinq derniers mois. En outre, l'indicateur relatif à l'inflation domestique, qui reflète la hausse des prix pour les postes de l'IPCH caractérisés par une intensité en importations relativement faible, s'établit à 4,5 % environ. Dans le même temps, le déflateur du PIB, une mesure de l'inflation domestique dans les comptes nationaux, est resté supérieur à 5 % au quatrième trimestre 2023. Compte tenu de ces chiffres, aucun élément probant attestant de progrès en matière de désinflation dans les composantes domestiques plus persistantes n'est encore visible. Dans le même temps, la plus grande « rigidité » de l'inflation dans le secteur des services a été considérée comme naturelle, car elle est moins affectée par l'atténuation des chocs d'offre. En outre, la transmission de la politique monétaire au secteur des services est probablement plus faible parce que ceux-ci sont moins intensifs en capital, tandis que la répercussion des salaires a été plus forte en raison des structures de coûts caractérisant ce secteur. La capacité des entreprises de services à absorber l'augmentation des coûts salariaux par le biais d'une compression des marges bénéficiaires reste incertaine, dans la mesure où elles n'ont ni enregistré le même niveau de hausse des marges bénéficiaires que les autres secteurs à la suite de la pandémie, ni bénéficié autant des baisses des autres coûts des consommations intermédiaires. Pour ces raisons, les évolutions de la hausse des prix des services nécessitent un suivi attentif et une nouvelle confirmation de l'affaiblissement des tensions sur les salaires et les bénéfices est nécessaire. Toutefois, les données désagrégées disponibles jusqu'en février suggèrent que les tensions sur les prix dans le secteur des services ne proviennent pas des postes plus sensibles aux salaires. Ces tensions proviennent plutôt de postes généralement affectés par une réévaluation au début de l'année afin d'inclure des ajustements liés aux hausses de coûts passées, par exemple les polices d'assurance ou les biens et services dont les prix sont administrés.

S'agissant plus largement des tensions d'origine interne sur les prix, mesurées par le déflateur du PIB dans les comptes nationaux, les membres du Conseil ont estimé que le triangle salaires-profits-productivité est essentiel pour évaluer la vitesse et l'ampleur de la poursuite de la désinflation. Une forte incertitude demeure quant à savoir si les hypothèses et les anticipations relatives à ces variables se dérouleront comme prévu en mars. Il est donc important de disposer d'un nouveau point de données et de nouvelles projections pour ces variables, mais les données des comptes nationaux de la zone euro pour le premier trimestre 2024 ne seront publiées que peu après la réunion de politique monétaire de juin du Conseil des gouverneurs. Il a été souligné que les perspectives d'inflation demeurent très sensibles au comportement des marges bénéficiaires. Des inquiétudes ont

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

été exprimées quant au fait que les marges pourraient ne pas absorber les hausses des coûts autant que supposé dans les projections. Il a été avancé que des marges toujours élevées, conjuguées à un environnement économique relativement atone, pourraient être un signe de la persistance d'un pouvoir important en matière de fixation des prix et d'une concurrence relativement faible. Cela pourrait du moins être le cas pour les entreprises servant la demande intérieure – et notamment le secteur des services. Il pourrait alors en résulter de nouvelles hausses des salaires et, par la suite, une pression concurrentielle supplémentaire sur les exportateurs.

Il a été souligné que les accords salariaux récemment signés n'ont exercé aucune pression supplémentaire à la hausse sur les salaires et que la croissance des salaires a été jusqu'à présent globalement conforme aux projections. Les tensions sur les salaires ont même légèrement diminué par rapport aux anticipations antérieures. Il a été suggéré que dans la mesure où la croissance des salaires commence à se modérer comme attendu, l'attention devrait se porter sur les évolutions de la productivité. Celles-ci sont essentielles du point de vue des tensions finales sur les coûts de main-d'œuvre, qui seront plus élevées si la croissance de la productivité ne se redresse pas aussi rapidement et aussi fortement que prévu dans le scénario de référence des projections de mars établies par les services de la BCE. Il a été avancé que cela pourrait être le cas si les taux de croissance actuellement faibles et négatifs de la productivité se révèlent n'être pas simplement conjoncturels, mais également en partie de nature structurelle. Il a été souligné qu'avec les perspectives d'investissement moroses intégrées dans les projections, il est difficile d'entrevoir une amélioration plus structurelle de la productivité du travail.

S'agissant des anticipations d'inflation à plus long terme, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché et les indicateurs tirés d'enquêtes sont restés globalement stables, la plupart s'établissant à 2 % environ. Le fait que les anticipations d'inflation soient restées bien ancrées est considéré comme rassurant, car cela indique que l'orientation de la politique monétaire produit l'effet escompté.

Les risques à la hausse pesant sur l'inflation incluent les tensions géopolitiques accrues, en particulier au Moyen-Orient, qui pourraient entraîner un renchérissement de l'énergie et un accroissement des coûts du fret à court terme et perturber les échanges mondiaux. L'inflation pourrait aussi être plus élevée qu'anticipé si les salaires augmentent plus qu'attendu ou si les marges bénéficiaires résistent mieux. 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.

D'autres risques à la hausse pourraient résulter d'une augmentation plus forte des coûts unitaires de main-d'œuvre, en particulier si la croissance de la productivité ne se redresse pas comme attendu. Il a été considéré que des risques à la hausse prévalent également pour les prix des produits alimentaires

et du pétrole. Le risque d'effets de second tour a toutefois été considéré comme relativement faible dans un environnement de désinflation générale, contrairement à la période 2022-2023. Néanmoins, il a été noté que les prix du pétrole ont sensiblement augmenté depuis un an et qu'ils sont nettement plus élevés que dans les hypothèses retenues pour les projections de mars. Cela signale un risque à la hausse pour l'inflation. De plus, le ralentissement de l'inflation a récemment été favorisé par la baisse des prix du gaz et de l'électricité, à la suite d'un hiver relativement doux et d'une demande faible en raison d'une récession dans les secteurs manufacturiers. Cela implique des risques à la hausse quand la demande d'énergie, généralement inélastique, est face à un redressement de l'activité économique ou une période plus froide. Les risques à la hausse pesant sur les prix des produits alimentaires sont liés en partie à des événements météorologiques extrêmes, notamment les phénomènes El Niño et La Niña, et à des chocs climatiques.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les membres du Conseil ont largement partagé les évaluations présentées par M. Lane et Mme Schnabel dans leurs introductions. Les taux d'intérêt de marché ont été globalement stables depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs et les conditions de financement au sens large sont restées restrictives. Les marchés financiers ont été calmes et stables depuis la réunion de mars, dans un contexte de nouvelle compression des primes de risque. Les marchés intègrent dans leurs prix une première baisse des taux d'intérêt de la BCE en juin, suivie d'autres baisses d'ici la fin de l'année.

Il est apparu que le caractère restrictif des conditions de financement de la zone euro pourrait avoir franchi son pic. Les taux d'intérêt des nouveaux prêts consentis aux ménages et aux entreprises ont commencé à baisser, principalement en anticipation des baisses futures des taux directeurs, tandis que les taux moyens des prêts existants continuent d'augmenter légèrement dans l'ensemble. Les informations les plus récentes continuent de faire état d'une faiblesse de la dynamique des prêts bancaires en raison de l'atonie de la demande agrégée, de critères d'octroi stricts et de la politique monétaire restrictive.

Les prêts bancaires aux entreprises, en particulier, sont considérés comme présentant une faiblesse persistante. Cela résulte en partie d'une baisse de la demande de prêts de la part des entreprises. Cette baisse a également été signalée par les banques et les entreprises dans la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire (enquête BLS) et dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (enquête SAFE), et reflète des taux d'emprunt toujours élevés et des réductions des projets d'investissement. S'agissant des prêts aux ménages, les critères d'octroi des prêts hypothécaires se sont assouplis pour la première fois en plus de deux ans, mais ceux des crédits à la consommation se sont encore durcis. Il a été souligné qu'une demande de crédit à la consommation plus faible et une augmentation des demandes de prêts bancaires refusées pourraient suggérer une fragilité des bilans des ménages ou une plus grande aversion au risque de la part des banques.



Si c'est le cas, cela signalerait des risques d'une faiblesse plus persistante de la consommation. Globalement, les dernières évolutions du crédit sont restées modérées et pourraient indiquer un redressement de la croissance du crédit par la suite, la création de prêts étant freinée par la hausse des taux et le durcissement des critères d'octroi. Il a été souligné que le ratio crédit/PIB a diminué rapidement, la faiblesse persistante de la dynamique du crédit étant considérée comme posant un risque pour la reprise ou comme accroissant la perspective d'une « reprise sans crédit » dans la mesure où les coussins de liquidité diminuent. Toutefois, des signes de stabilisation sont visibles dans les flux de prêts aux ménages et aux entreprises, malgré une certaine volatilité au tournant de l'année.

## Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à suivre

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont analysé les données devenues disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire, conformément aux trois principaux éléments définis par le Conseil des gouverneurs en 2023 comme déterminants pour sa fonction de réaction. Ceux-ci comprennent a) les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation, b) la dynamique de l'inflation sous-jacente et c) la force de la transmission de la politique monétaire. Globalement, chacun de ces trois éléments a suggéré que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui contribuent fortement au processus de désinflation en cours.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil se sont largement mis d'accord sur le fait que les données sont globalement conformes à la trajectoire d'inflation de moyen terme intégrée dans les projections de mars établies par les services de la BCE, qui prévoient un retour de l'inflation totale à la cible à mi-2025. Si l'inflation a été légèrement plus élevée que prévu en février, la hausse a été compensée par des résultats moins favorables qu'anticipé en mars. Dans l'ensemble, les chiffres ne suggèrent que peu d'éléments nouveaux, corroborant ainsi largement les projections. La croissance économique a été jugée comme ayant été plus faible qu'anticipé au premier trimestre 2024, mais le narratif d'une amélioration des perspectives de croissance reste intact. Même si des risques importants continuent d'entourer les projections de référence pour la croissance et l'inflation, les membres du Conseil ont exprimé une confiance de plus en plus grande dans les projections depuis la dissipation des chocs exceptionnels récemment observés et la normalisation des relations économiques. De plus, les anticipations d'inflation sont demeurées solidement ancrées. Dans le même temps, un large consensus s'est dégagé pour indiquer que les membres du Conseil devaient disposer de davantage d'éléments pour être suffisamment confiants dans le fait que l'inflation soit en bonne voie pour revenir au plus tôt et de manière durable à la cible de la BCE.

Les membres du Conseil se sont aussi généralement accordés sur le fait que de nouveaux progrès ont été réalisés en matière d'inflation sous-jacente. La plupart des mesures ont continué de baisser et

devraient poursuivre leur trajectoire baissière au cours de la période à venir. Les indications provenant des salaires et des marges bénéficiaires sont globalement en ligne avec les projections de mars ou ont suggéré des évolutions légèrement plus modérées qu'anticipé. Dans le même temps, l'inflation intérieure est restée élevée et peu de progrès ont été réalisés en ce qui concerne la hausse des prix des services, restant stable à 4 %. Il a été souligné qu'un retour de l'inflation à la cible demeure conditionné par un rebond de la croissance de la productivité et une compression importante des profits unitaires via l'absorption des coûts plus élevés.

Les données les plus récentes ont confirmé que la transmission du resserrement de la politique monétaire est restée forte. Même si certains signes de stabilisation des conditions de crédit à un niveau restrictif ont été observés, les données toujours décevantes relatives au crédit ont suggéré que le canal du crédit de la transmission de la politique monétaire était plus puissant que prévu précédemment. Le ralentissement de la demande de prêts, qui ressort de l'enquête BLS, a été considéré comme un risque à la baisse pour les perspectives de croissance car il indique une atonie de l'investissement. Dans le même temps, il a été avancé que l'impulsion de resserrement de la politique monétaire a déjà atteint son pic, avec la probabilité d'un assouplissement progressif des conditions dans un avenir proche. Les indicateurs prospectifs se sont redressés, les entreprises indiquant dans leurs réponses à l'enquête SAFE qu'elles s'attendent à une hausse de l'investissement et du chiffre d'affaires. De plus, la transmission de la politique monétaire a été jugée plus faible pour le secteur des services que pour les autres secteurs de l'économie car les services sont moins intensifs en capital et donc moins sensibles aux taux d'intérêt.

Avec une inflation en baisse et une reprise retardée de la croissance économique, il a été considéré comme important d'évaluer dans quelle mesure l'orientation de politique monétaire était restrictive, ce qui constitue une base pour les futures décisions de politique monétaire. Il a été souligné qu'il existe une incertitude considérable concernant le degré de restriction de l'orientation de politique monétaire de la BCE, à la fois mesuré par rapport à des concepts non observables comme le taux d'intérêt neutre et jugé par les délais de transmission aux marchés du capital, du travail et des biens dans l'économie réelle et, *in fine*, à l'inflation.

Un moyen de juger du caractère restrictif de la politique monétaire est d'évaluer le niveau des taux directeurs par rapport aux estimations disponibles, fondées sur des modèles, du taux d'intérêt naturel ou neutre. Dans ce contexte, il a été avancé que des changements structurels en cours pourraient avoir entraîné une augmentation de ces taux de référence. Ces changements incluent l'anticipation d'importants besoins d'investissements au niveau mondial pour lutter contre le changement climatique et favoriser la transition verte, les changements géopolitiques et la fragmentation du commerce entraînant la démondialisation, et les avancées en matière d'intelligence artificielle et de numérisation. De plus, le poids croissant de la dette dans le monde pourrait exercer une nouvelle pression à la

hausse sur le taux d'intérêt naturel. Dans le même temps, il a été rappelé que les estimations des services de la BCE, publiées récemment dans le bulletin économique de la BCE, n'ont pas suggéré de hausse significative. Compte tenu de l'incertitude importante liée au modèle et aux paramètres associés à ces constructions fondées sur des modèles, le taux naturel – même s'il fournit des indications utiles – a été considéré comme étant d'une utilité limitée pour l'élaboration de politiques en temps réel. Pour le moment, afin d'évaluer le caractère restrictif de la politique monétaire, il est préférable d'examiner les données devenant disponibles.

## Décisions de politique monétaire et communication

Dans ce contexte, une très large majorité des 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 les plus récentes ont globalement confirmé les projections de mars, renforçant ainsi leur confiance dans le fait que le processus désinflationniste se poursuit. Dans le même temps, de nouvelles données importantes – y compris de nouvelles projections – seront publiées avant la réunion de juin, permettant au Conseil des gouverneurs de réaliser une évaluation plus complète. Si des progrès ont été observés, le suivi du triangle salaires, croissance de la productivité et profits reste essentiel. Il a été jugé plausible que le Conseil des gouverneurs soit en mesure d'entamer un assouplissement de la politique monétaire lors de la réunion de juin si des éléments supplémentaires reçus à cette date confirment les perspectives d'inflation à moyen terme intégrées dans les projections de mars.

Quelques membres du Conseil ont estimé qu'ils étaient suffisamment confiants dans le fait que les trois éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs justifient une réduction des taux directeurs dès la présente réunion. Il a été rappelé que, depuis le dernier relèvement des taux directeurs en septembre 2023, la baisse de l'inflation prévue a entraîné un nouveau resserrement de l'orientation de la politique monétaire, les taux réels étant actuellement proches du point haut du cycle. De plus, les taux directeurs devraient rester en territoire restrictif pendant un certain temps, tandis que les effets de la présente orientation restrictive continueront de se faire sentir même après le début de la phase d'assouplissement. Il a également été noté que la réduction du bilan de l'Eurosystème a exercé un effet de contraction sur l'économie. De plus, bien qu'il n'y ait actuellement pas de risques importants d'une perte d'ancrage à la baisse des anticipations d'inflation, ces risques pourraient apparaître si la faiblesse actuelle de la croissance persistait.

Ces membres du Conseil ont également évoqué les considérations relatives à la gestion des risques, jugeant que la balance des risques s'était modifiée récemment. Le risque de manquer la cible d'inflation par le bas et de devoir finalement payer un prix trop élevé en termes de baisse d'activité est

désormais considéré comme au moins aussi élevé que le risque d'agir trop tôt et de manquer la cible par le haut à moyen terme.

Dans l'ensemble, un large consensus est apparu, en vertu duquel les membres du Conseil sont convenus qu'il était prudent d'attendre jusqu'à la prochaine réunion de politique monétaire pour obtenir des éléments supplémentaires et une confiance suffisante dans un retour rapide et durable de l'inflation à la cible. Par rapport aux perspectives de mars, aucune surprise majeure n'a été observée justifiant de prendre des mesures lors de la présente réunion. À l'inverse, tant que les données disponibles continuent de confirmer les projections, à plus long terme, la trajectoire de politique monétaire qui sous-tend les projections a été jugée globalement en ligne avec un retour de l'inflation à la cible à moyen terme. Les membres du Conseil ont souligné l'intérêt d'attendre jusqu'à juin pour obtenir de nouveaux éléments confirmant ou indiquant un changement des perspectives, mais également l'intérêt de prendre en compte les risques existants ou nouveaux se matérialisant en juin, y compris une reprise des risques inflationnistes liés à une possible intensification des tensions géopolitiques. Les prochaines projections de juin permettraient une analyse plus approfondie des principaux risques et de leurs implications pour la stabilité des prix.

Les membres du Conseil ont souligné que le maintien d'une approche s'appuyant sur les données avec toute l'optionalité à chaque réunion est justifié, permettant ainsi que toutes les données devenues disponibles soient prises en compte tout en excluant de s'engager à l'avance sur une trajectoire de taux particulière. La dépendance aux données signifie ne pas se concentrer excessivement sur un seul point de données, car la trajectoire prise par de nombreux indicateurs devrait être irrégulière. L'inflation totale, en particulier, devrait fluctuer autour des niveaux observés actuellement à court terme et recommencer à diminuer par la suite, suggérant que certaines difficultés dans le profil d'inflation étaient prévues et cohérentes avec un retour de l'inflation à la cible d'ici mi-2025.

Dans l'ensemble, les membres ont jugé que les marchés ont compris la communication et la fonction de réaction de la BCE et se sont préparés à l'éventualité d'une réduction des taux lors de la réunion de juin, si les données confirment les perspectives actuelles.

Les membres du Conseil ont également approuvé la proposition du directoire de continuer de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement 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 11 avril 2024](#)

## Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

## Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 10-11 avril 2024

### Membres

- Mme Lagarde, présidente
- M. de Guindos, vice-président
- M. Centeno
- M. Cipollone
- M. Elderson
- M. Hernández de Cos
- M. Herodotou
- M. Holzmann
- M. Kazāks
- M. Kažimír
- M. Knot
- M. Lane
- M. Makhlouf\*
- M. Müller\*
- M. Nagel
- M. Panetta
- M. Patsalides
- M. Rehn\*

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Reinesch
- Mme Schnabel
- M. Scicluna
- M. Šimkus
- M. Stournaras
- M. Vasle
- M. Villeroy de Galhau\*
- M. Vujčić
- M. Wunsch\*

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

#### **Autres participants**

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

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

#### **Personnes accompagnantes**

- Mme Bénassy-Quéré
- M. Dabušinskas
- M. Demarco
- M. De Backer
- M. Gavilán
- M. Gilbert
- M. Haber
- M. Kaasik
- M. Kelly

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi

- M. Koukoularides
- M. Lünemann
- M. Martin
- Mme Mauderer
- M. Nicoletti Altimari
- M. Novo
- M. Rutkaste
- M. Šošić
- M. Tavlás
- M. Välimäki
- Mme Žumer Šujica

#### **Autres membres du personnel de la BCE**

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 4 juillet 2024.