

Perspectives

N°23/347 – 20 décembre 2023

PAROLE DE BANQUES CENTRALES

BCE : un pas de plus vers une double normalisation

Personne n'en doutait : le Conseil des gouverneurs de la BCE a laissé les taux directeurs inchangés, à 4,5% pour le taux des opérations principales de refinancement et à 4% pour le taux de dépôt.

Plus incertaine était la date de la décision concernant le PEPP. La BCE a tranché : elle poursuivra le réinvestissement intégral des titres arrivant à échéance jusqu'à fin juin 2024. Ensuite, elle réduira le portefeuille du PEPP de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre 2024 et mettra un terme aux réinvestissements fin 2024.

La BCE se dit confiante dans la capacité de l'inflation à retrouver sa cible. Et elle le traduit par des prévisions d'inflation fortement révisées à la baisse qui dessinent une trajectoire plus aplatie que les précédentes, prévisions qui constituent un des trois critères sur lesquelles se fondera la décision de modifier le niveau des taux directeurs.

Les prévisions ont été abaissées pour l'année en cours (de 5,6% à 5,4%) et plus fortement pour l'année prochaine (de 3,2% à 2,7%) ; elles continuent de tabler sur une inflation à 2,1% en 2025 et à 1,9% en 2026. Dès le T3 2025, l'inflation atteindrait la cible, soit environ un an et demi après la dernière hausse des taux (de septembre 2023), qui correspond au délai standard de transmission de la politique monétaire. Ces prévisions ont cependant été réalisées avant que soit disponible l'inflation de novembre qui, à 2,4%, est inférieure à ce qui était anticipé et fait peser un risque baissier sur la prévision du T4 2023 de la BCE (à 2,8%).

L'autre indicateur, duquel la BCE fera dépendre sa décision en termes de taux d'intérêt, est l'inflation sous-jacente (hors composantes volatiles) dont toutes les composantes déclinent. La prévision d'inflation sous-jacente a aussi été révisée à la baisse en 2023 (de 5,1% à 5%) et en 2024 (de 2,9%

à 2,7%), mais dans une moindre mesure que l'inflation totale. En revanche, la prévision de l'inflation *core* a été rehaussée pour 2025 (de 2,2% à 2,3%) et demeure plus élevée que l'inflation totale en 2026 (2,1%). L'inflation sous-jacente n'atteindrait 2,1% qu'au T4 2025. En effet, la progression des salaires (plus exactement des rémunérations par salarié) resterait encore soutenue en 2025 (3,8% après 4,6% en 2024) et en 2026 (3,3%) selon la BCE.

Troisième critère déterminant pour toute décision sur les taux, la puissance de la transmission de la politique monétaire semble satisfaire pleinement la BCE. Le ralentissement du crédit s'est désormais traduit par une compression de la demande agrégée, condamnant ainsi le canal d'alimentation de l'inflation par la dépense des agents économiques.

En revanche, la BCE n'a pas complètement écarté le risque d'effets de second tour et constate que la composante domestique de l'inflation baisse peu. Si les salaires par tête au T3 2023 ont ralenti (de 5,4% à 4,9%), ce n'est pas le cas d'autres indicateurs de salaires. Par ailleurs, si les marges se sont comprimées, la BCE souhaite continuer de surveiller les profits unitaires pour être sûre que les hausses de salaires à venir seront bien absorbées par les marges et non répercutées sur les prix de vente. Une confirmation du ralentissement des salaires et des profits à partir des données de comptabilité nationale du dernier trimestre 2023 et du premier trimestre 2024 sera donc nécessaire à la BCE avant toute décision de baisse des taux directeurs. D'autant que 50% des salaires couverts par le « *wage tracker* » de la BCE feront l'objet de renégociations au premier semestre 2024 et que c'est aussi en début d'année que les entreprises réadapteront leurs grilles de prix.

Ces nouvelles prévisions d'inflation de la BCE ne remettent pas en cause notre calendrier prévoyant une première baisse de taux de 25 points de base en septembre. Deux autres de même ampleur devraient suivre d'ici la fin 2024 ainsi qu'une à chaque réunion donc 50 points de base par trimestre, au premier semestre 2025. Elles porteraient le taux de refinancement à 2,75%, soit le nouveau taux neutre ou d'équilibre, compatible avec une inflation à la cible. Les critères d'une nouvelle normalité post-déflation seraient atteints. Mais ce « new normal » n'est pas l'ancien, celui d'avant la grande crise économique et financière. Bien que la BCE s'engage dans une normalisation

de la taille de son bilan, celui-ci demeurera surdimensionné par rapport à 2008. La nouvelle taille optimale de son bilan sera discutée par la BCE en 2024 avant les conclusions de sa revue de stratégie opérationnelle. Il est néanmoins évident que les facteurs autonomes de la liquidité excédentaire et les réserves obligatoires sont encore le triple d'avant la crise et que les besoins des banques à des fins réglementaires justifient un bilan de la BCE structurellement plus élevé qu'avant. ■

Article publié le 15 décembre 2023 dans notre hebdomadaire [Monde – L'actualité de la semaine](#)

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet

Date	Titre	Thème
19/12/2023	<u>Géopolitique – La guerre des émotions nous traverse. Apprenons à la connaître</u>	Géopolitique
19/12/2023	<u>Métallurgie – De l'ampoule à l'obus, le tungstène entretient la flamme</u>	Mines & métaux
15/12/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
14/12/2023	<u>Allemagne – Un grand trou dans les finances publiques</u>	Allemagne
14/12/2023	<u>Arabie saoudite – Croissance zéro ou récession attendue cette année, l'économie pétrolière reste trop pro-cyclique</u>	Arabie saoudite
14/12/2023	<u>Afrique sub-saharienne : quels effets du changement climatique sur les économies de la région ?</u>	Afrique
14/12/2023	<u>Argentine – Une histoire sans fin</u>	Amérique latine
12/12/2023	<u>France – La Banque de France propose une autre lecture de la baisse de la productivité récente</u>	France
08/12/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
08/12/2023	<u>Chimie – Le graphène va-t-il détrôner la fibre de carbone ?</u>	Chimie
07/12/2023	<u>Égypte – Une probable extension du plan de soutien du FMI dans un contexte difficile</u>	Égypte
07/12/2023	<u>Entre la Chine et les États-Unis, la Corée a toujours besoin de la mondialisation heureuse</u>	Asie
06/12/2023	<u>France – La croissance révisée à -0,1% au troisième trimestre, une histoire pas tellement modifiée</u>	France
06/12/2023	<u>Allemagne – L'industrie bénéficiera de subventions sur les prix de l'électricité</u>	Allemagne
05/12/2023	<u>Zone euro – Se réjouir du reflux de l'inflation à 2,4%, mais veiller aux prochaines pressions à la hausse</u>	Zone euro
01/12/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/11/2023	<u>Parlons COP, parlons COP28, en route pour Dubaï</u>	Transition énergétique
30/11/2023	<u>Moyen-Orient - Afrique du Nord – un peu plus de croissance et un peu moins d'inflation en 2024</u>	Moyen-Orient - Afrique du Nord
29/11/2023	<u>Afrique sub-saharienne/États-Unis – L'AGOA offre des opportunités économiques pour la région</u>	Afrique, États-Unis
29/11/2023	<u>Italie – Un feu orange de la Commission européenne, suffisant pour éviter la tempête</u>	Italie
28/11/2023	<u>Zone euro – La Commission européenne prépare les pays à la réouverture des procédures de déficit excessif</u>	Zone euro

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau – **Statistiques :** DataLab ECO

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.