

Paris, le 14 décembre 2023

EcoBrief

Zone euro : pour la BCE, l'heure du relâchement n'a pas sonné

Si la dernière réunion de la Réserve fédérale américaine a renforcé l'idée, du point de vue des marchés, d'un pivot monétaire outre-Atlantique en 2024, le ton adopté lors de réunion de la BCE de ce jeudi 14 décembre a été plus prudent. La décision de maintenir les taux directeurs à leurs niveaux actuels – à 4,0% pour le taux d'intérêt de la facilité de dépôt – était largement attendue. Le fait marquant est le choix par la BCE d'accélérer la baisse de son bilan en commençant, dès le second semestre 2024, à réduire son programme de réinvestissements d'actifs détenus au titre du PEPP, à hauteur de EUR 7,5 mds par mois en moyenne, avant de le clôturer à partir de janvier 2025. Aucun changement n'était auparavant attendu avant « *au moins la fin de l'année 2024* ».

Les dernières projections macroéconomiques de la BCE font état de révisions à la baisse assez marginales de l'inflation (totale et sous-jacente) et de la croissance économique à la fois pour 2023 et 2024, par rapport aux prévisions de septembre. Avec une croissance du PIB réel prévue désormais à 0,6% en moyenne pour cette année et 0,8% l'an prochain, les projections de la BCE sont légèrement supérieures à celles que nous anticipons, qui se situent respectivement à 0,5% et 0,6%.

Finalement, ce qui ressort le plus de ces prévisions, c'est le retour très progressif à la cible d'inflation de 2%, qui n'interviendrait pas avant le second semestre 2025, ce qui constitue une phase de désinflation bien moins rapide que ce que nous anticipons. L'évolution des salaires restera dans tous les cas un facteur déterminant dans le repli de l'inflation à moyen terme, sous réserve que les prix des matières premières et de l'alimentaire se stabilisent. Plus précisément, c'est l'évolution des coûts unitaires du travail en zone euro qui sera scrutée de près. La hausse s'est en effet amplifiée au troisième trimestre – passant de 6,3% à 6,5% en glissement annuel – soutenue à la fois par l'augmentation des rémunérations horaires (+5,2% a/a) et la baisse de la productivité horaire (-1,2% a/a). La BCE prévoit seulement un ralentissement du coût unitaire du travail à 2,0% en 2026. Dans l'optique d'un retour pérenne de l'inflation à la cible de 2%, l'évolution des salaires sera évidemment une donnée importante, mais le rétablissement de gains de productivité plus significatifs constituera aussi un enjeu crucial.

Guillaume Derrien
Économiste senior, zone euro & Royaume-Uni
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com