



# Réunion des 10 et 11 septembre 2025

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 septembre 2025

**9 octobre 2025**

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

### Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a commencé sa présentation en indiquant que, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 23 et 24 juillet 2025, les marchés de taux d'intérêt de la zone euro et des États-Unis ont évolué dans des directions différentes, entraînant une convergence des anticipations relatives aux taux directeurs. Dans la zone euro, les anticipations relatives aux taux d'intérêt se sont déplacées vers le haut, avec une diminution de l'incertitude qui entoure les perspectives en matière de taux d'intérêt, un consensus s'étant formé sur le fait que les taux d'intérêt se trouvent actuellement « en bonne position » et proches ou à la fin du cycle de politique monétaire. Les marchés ont totalement exclu toute baisse des taux lors de la présente réunion et ont attribué une probabilité nettement plus faible à une nouvelle baisse de 25 points de base d'ici la fin de l'année. Le participant médian à l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires n'anticipe pas de nouvelle baisse des taux en 2025, tandis que le participant médian aux enquêtes Bloomberg et Reuters s'attend à ce qu'il n'y ait aucune nouvelle baisse des taux durant le cycle actuel. Aux États-Unis, les anticipations des marchés relatives à un cycle d'assouplissement plus rapide ont augmenté après la publication de données faibles relatives au marché du travail. Par conséquent, l'écart entre le taux à un an dans un an dans la zone euro et aux États-Unis s'est réduit pour s'inscrire à son plus bas niveau depuis septembre 2024.

L'essentiel de l'ajustement des anticipations des marchés relatives à la politique monétaire de la BCE depuis juin 2025 est intervenu après les réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juin et juillet, qui ont été interprétées comme indiquant qu'aucune nouvelle baisse des taux n'était imminente. Les nouvelles publications de données ont confirmé et renforcé cette nouvelle trajectoire de référence. En outre, l'incertitude entourant la trajectoire anticipée des taux d'intérêt a diminué. Cela contraste avec les évolutions aux États-Unis, où les probabilités tirées des options suggèrent que l'incertitude relative aux taux d'intérêt américains est demeurée élevée.

Le déterminant fondamental clé de la convergence progressive des anticipations relatives aux taux directeurs a été le resserrement de l'écart entre les perspectives économiques de la zone euro et des États-Unis. Les anticipations de croissance de *Consensus Economics* pour la zone euro en 2025 sont désormais bien supérieures à leurs niveaux d'avant l'annonce des droits de douane américains du 2 avril, et les anticipations pour 2026 n'ont que légèrement diminué. En revanche, les anticipations de croissance pour les États-Unis pour 2025 et 2026 ont été fortement révisées à la baisse. Les évolutions des perspectives d'inflation semblent moins en ligne avec les perspectives de convergence des taux. Dans la zone euro, les anticipations d'inflation des investisseurs se sont stabilisées autour de la cible d'inflation de la BCE. En revanche, la compensation de l'inflation à moyen terme aux États-Unis a eu tendance à augmenter après la baisse d'avril, malgré la révision à la baisse substantielle des anticipations de croissance aux États-Unis sur la même période.

L'intégration dans les prix des marchés de l'assouplissement de la politique monétaire des États-Unis pourrait s'expliquer par le fait qu'au cours de l'année passée, les taux d'intérêt américains étaient devenus beaucoup plus sensibles que les années précédentes aux surprises relatives aux chiffres de l'emploi non agricole aux États-Unis. La sensibilité aux surprises d'inflation aux États-Unis est toutefois revenue à un niveau proche de zéro, ce qui indique que l'attention des investisseurs s'est déplacée vers les données économiques réelles.

Dans la zone euro, les taux d'intérêt à moyen et long termes sont demeurés globalement stables au cours des derniers mois. Aux États-Unis, la légère baisse du taux à dix ans depuis avril 2025 résulte de facteurs qui se compensent. Les investisseurs s'attendent à une orientation plus accommodante de la politique monétaire aux États-Unis, mais ont dans le même temps exigé une compensation plus élevée pour les différents risques entourant ce scénario, notamment les risques potentiels pour la soutenabilité de la dette publique aux États-Unis.

Les rendements des obligations à 30 ans ont atteint des niveaux historiquement élevés dans certaines économies avancées. Cela a contribué à une pentification de la courbe des rendements sur la partie très longue. Toutefois, dans une perspective à plus long terme, cette pentification est apparue comme une normalisation après une longue période de compression des primes de terme, la pente des courbes de rendement demeurant beaucoup moins forte qu'avant le début des achats d'actifs à grande échelle par la plupart des grandes banques centrales.

Malgré le resserrement du différentiel de taux d'intérêt, le taux de change est resté globalement constant. La majeure partie de l'appréciation de l'euro en 2025 peut s'expliquer par la demande relative et le sentiment. Les annonces de droits de douane et les accords commerciaux qui ont suivi ont été des déterminants importants des évolutions des taux de change. Une comparaison des mouvements bilatéraux des taux de change d'un large éventail de devises par rapport au dollar américain a montré que la dépréciation initiale du dollar par rapport à presque toutes les devises après l'annonce des droits de douane d'avril a été suivie d'une appréciation après les accords sur les droits de douane de juillet, inversant en partie les mouvements d'avril.

Malgré l'incertitude politique en France, les écarts de rendement des obligations souveraines vis-à-vis du *Bund* allemand sont restés dans les limites de leur fourchette pour les pays de la zone euro, l'écart de rendement pondéré du PIB des obligations souveraines dans la zone euro ayant régulièrement diminué depuis son pic de l'automne 2022. La dispersion des écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans entre les pays de la zone euro s'est établie à son plus bas niveau depuis 2007, avant la crise financière mondiale. Cela montre que la fragmentation sur les marchés des obligations souveraines de la zone euro a diminué malgré la réduction en cours du bilan de l'Eurosystème et la hausse des taux à court et à long terme.

Le regain d'intérêt des investisseurs étrangers a constitué un facteur de soutien aux marchés d'obligations d'État de la zone euro. Depuis la fin des achats nets d'actifs de l'Eurosystème, la zone euro a enregistré une forte augmentation des flux entrants étrangers. Deux principaux facteurs expliquent ce regain de la demande extérieure d'actifs de la zone euro. Premièrement, les obligations d'État de la zone euro offrent actuellement des rendements plus attractifs que les bons du Trésor américain ou les obligations d'État japonaises après correction des coûts de couverture de change. Deuxièmement, le resserrement de l'écart entre les perspectives économiques de la zone euro et des États-Unis, ainsi que les préoccupations relatives à une concentration élevée des investissements ont suscité une évolution généralisée vers la diversification, la zone euro étant l'un des principaux bénéficiaires.

Les cours boursiers de la zone euro sont restés globalement stables depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Dans le même temps, les performances des secteurs sensibles aux droits de douane sont restées nettement modérées par rapport aux indices de référence. La volatilité sur les marchés financiers a encore diminué sur l'ensemble des compartiments de marché. La volatilité implicite s'est établie à un niveau proche des points bas enregistrés depuis le début de l'année sur les marchés boursiers de la zone euro et des États-Unis, sur les marchés obligataires de la zone euro, ainsi qu'en ce qui concerne le taux de change EUR/USD. Dans le même temps, les mesures de l'incertitude relative à la politique économique sont demeurées à un niveau élevé, ce qui pourrait toutefois conduire à surestimer l'incertitude effective.

Mme Schnabel a conclu qu'il convient d'être prudent en ce qui concerne les valorisations actuelles de marché, soulignant que les valorisations élevées des actifs sur certains compartiments de marché accroissent le risque de corrections de prix soudaines et fortes si le sentiment actuel favorable à l'égard du risque devait se détériorer.

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

M. Lane a ensuite passé en revue les dernières évolutions économiques, monétaires et financières de l'économie mondiale et de la zone euro.

S'agissant tout d'abord de l'évolution de l'inflation dans la zone euro, M. Lane note que l'inflation se situe actuellement autour de la cible de 2 % à moyen terme et que les perspectives d'inflation sont globalement inchangées. L'inflation s'est établie à 2,1 % en août selon l'estimation rapide d'Eurostat, contre 2,0 % en juillet. La variation des prix de l'énergie est ressortie à - 1,9 %, après - 2,4 % en juillet, tandis que la hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 3,2 %, après 3,3 % auparavant. L'inflation *core*, c'est-à-dire l'inflation hors énergie et produits alimentaires, est restée constante, à 2,3 %, pour le quatrième mois consécutif. La hausse des prix des services a légèrement diminué, à 3,1 %, contre 3,2 % en juillet, tandis que la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est demeurée inchangée, à 0,8 %.

Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,1 % en 2025, à 1,7 % en 2026 et à 1,9 % en 2027, soit un tableau comparable aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. La variation des prix de l'énergie devrait s'orienter à la hausse, passant de - 1,6 % en 2025 à - 1,1 % en 2026 et 2,4 % en 2027, en partie en raison du lancement du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2 (SEQE-UE 2). En revanche, l'inflation hors énergie devrait diminuer, de 2,5 % en 2025 à 2,0 % en 2026 et 1,9 % en 2027. Au sein de la catégorie hors énergie, la hausse des prix des produits alimentaires devrait revenir de 2,9 % en 2025 à 2,3 % en 2026 et 2027. L'inflation *core* devrait se ralentir, de 2,4 % en 2025 à 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027. Outre la modération attendue des tensions sur les coûts de main-d'œuvre, les contributeurs à la baisse de l'inflation hors énergie incluent l'appréciation de l'euro, la déflation des prix à l'exportation chinois et la diminution des pressions à la hausse sur la fiscalité indirecte et les prix administrés.

La plupart des indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et sont restés cohérents avec la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de la BCE de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 3,9 % au deuxième trimestre de l'année, soit un ralentissement significatif par rapport aux 4,8 % au deuxième trimestre 2024 et aux 5,7 % au deuxième trimestre 2023. Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, la croissance de la rémunération par tête devrait continuer de se ralentir au second semestre de

cette année et se stabiliser à des niveaux légèrement inférieurs à 3 % d'ici 2027. Les autres indicateurs prospectifs, notamment l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, indiquent également que les salaires vont continuer de se modérer. Le principal facteur à l'origine du ralentissement de la croissance des salaires est la normalisation des négociations dans le cadre des conventions collectives, après plusieurs années de rattrapage des salaires par rapport à la forte hausse antérieure de l'inflation. Cette modération des salaires, conjuguée aux gains de productivité, contribuera à contenir les tensions d'origine interne sur les prix, même si les bénéfices des entreprises se redressent à partir de niveaux faibles.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %. Les anticipations médianes ressortant de la dernière enquête auprès des analystes monétaires ont présenté un profil à moyen terme similaire aux projections des services de la BCE. Les indicateurs de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché sont également globalement conformes aux projections.

S'agissant de l'environnement extérieur, le taux de change de l'euro est resté largement inchangé par rapport au dollar américain et en termes effectifs nominaux depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, mais l'appréciation de l'euro au printemps, à la fois par rapport au dollar et en termes de taux de change effectif pondéré par les échanges commerciaux, est l'un des défis auxquels est confrontée la demande extérieure adressée à la zone euro. Par rapport aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, l'euro s'est apprécié de 3,3 % par rapport au dollar et de 2,3 % en termes effectifs nominaux. Ces hypothèses relatives au taux de change figurant dans les projections de septembre impliquent une appréciation de l'euro de près de 6 % en termes effectifs depuis le premier trimestre 2025 (et de 11 % par rapport au dollar). Les hypothèses relatives aux prix du pétrole ont été révisées à la hausse d'environ 3 % en moyenne sur l'horizon de projection, tandis que celles relatives aux prix du gaz ont été légèrement révisées à la baisse.

La croissance mondiale devrait rester modérée à court terme. Le commerce mondial s'est affaibli au deuxième trimestre et devrait encore se ralentir, compensant la forte hausse temporaire qui a précédé les hausses de droits de douane. En outre, la composition des flux commerciaux mondiaux est en train de s'adapter au nouvel environnement commercial international. La baisse des importations des États-Unis en provenance de Chine a été contrebalancée par une augmentation des importations en provenance d'autres pays. La Chine, à son tour, a augmenté les flux d'exportations vers d'autres régions, à la fois vers les économies avancées et vers les marchés émergents. Sous l'effet d'une combinaison de la réorientation des échanges commerciaux et de la dépréciation du renminbi vis-à-vis de l'euro, les importations de la zone euro en provenance de Chine ont atteint un nouveau point haut en juin. Jusqu'à présent, les chaînes d'approvisionnement mondiales n'ont pas été significativement affectées par les ajustements de l'environnement commercial.

L'économie a crû de 0,7 % en termes cumulés au cours du premier semestre 2025, tirée par la résilience de la demande intérieure. En rythme trimestriel, la croissance a été plus soutenue au

premier trimestre et plus faible au deuxième trimestre, traduisant en partie une anticipation initiale du commerce international avant les hausses attendues des droits de douane, puis une inversion de cet effet. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une poursuite de la croissance dans le secteur manufacturier comme dans les services au troisième trimestre, indiquant une dynamique sous-jacente positive dans l'économie. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour le secteur des services a diminué, mais continue d'indiquer une expansion, tandis que l'indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier, stimulé par une hausse des nouvelles commandes domestiques, a augmenté en territoire expansionniste pour la première fois depuis 2022.

Le marché du travail est demeuré une source de vigueur, le chômage s'établissant à 6,2 % en juillet. L'indice PMI relatif à l'emploi s'est établi à 50,8, demeurant en territoire expansionniste, ce qui suggère une poursuite de la hausse modérée de l'emploi au troisième trimestre 2025. Cependant, la demande de main-d'œuvre continue de se modérer : le taux de vacance d'emploi est revenu à 2,3 % au deuxième trimestre après un pic de 3,3 % trois ans auparavant, et 2,6 % au deuxième trimestre 2024.

Sur le reste de l'horizon de projection, la consommation devrait bénéficier de la solidité du marché du travail, ainsi que de la baisse du taux d'épargne. En outre, la transmission des réductions de taux d'intérêt précédentes aux conditions de financement devrait continuer de stimuler la consommation et de soutenir l'investissement. Avec le temps, l'investissement devrait également être soutenu par d'importantes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense.

L'augmentation des droits de douane, un renforcement de l'euro et la concurrence accrue des importations devraient demeurer un frein à la croissance pour le reste de l'année. Toutefois, les taux de croissance de la demande extérieure et des exportations devraient ensuite se redresser. Si les accords commerciaux conclus récemment ont légèrement réduit l'incertitude, l'incidence globale de l'évolution de l'environnement commercial mondial ne deviendra claire qu'avec le temps.

S'agissant des politiques budgétaires, un resserrement significatif a été observé en 2024 et le solde budgétaire est passé de - 3,5 % en 2023 à un niveau attendu à - 2,9 % en 2025, avec l'extinction progressive de la plupart des mesures de compensation de l'inflation. Pour l'avenir, l'expansion budgétaire dans la plus grande économie de la zone euro notamment devrait entraîner un certain assouplissement budgétaire, en particulier en 2026, soutenant l'économie de la zone. Dans le même temps, le solde budgétaire de la zone euro devrait être supérieur à la valeur de référence de 3 % du PIB en 2026 et 2027, la dette continuant de suivre une tendance haussière.

Dans l'ensemble, l'économie devrait croître de 1,2 % en 2025, soit une révision à la hausse par rapport au taux de 0,9 % projeté par les services de l'Eurosystème dans l'exercice de projections de juin, en raison de données disponibles meilleures que prévu et de l'acquis de croissance résultant des révisions des données passées. La projection de croissance pour 2026 a été légèrement révisée à la baisse, à 1,0 %, en raison de l'appréciation de l'euro et de l'affaiblissement de la demande extérieure,

liés en partie à des droits de douane légèrement plus élevés qu'anticipé dans les projections de juin. La projection pour 2027 reste inchangée à 1,3 %.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux de marché à court terme ont augmenté depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, tandis que les taux sans risque à plus long terme sont restés globalement inchangés. Toutefois, la poursuite de la transmission des réductions antérieures de taux d'intérêt de la BCE a continué de faire baisser les coûts des emprunts des entreprises en juillet. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises a légèrement diminué, pour revenir à 3,5 %, après 3,6 % en juin. Le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé en juillet, à 3,5 %. Les prêts aux entreprises ont augmenté de 2,8 %, soit un rythme légèrement plus soutenu qu'en juin, tandis que la croissance des émissions d'obligations d'entreprises est ressortie en forte hausse à 4,1 %, après 3,4 %. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est de nouveau resté inchangé à 3,3 % en juillet, alors que l'activité de prêt hypothécaire s'est redressée, passant de 2,2 % à 2,4 %. Dans l'ensemble, même si elle s'est progressivement montrée plus favorable aux dépenses, la croissance du crédit est demeurée inhabituellement atone par rapport aux précédents cycles d'assouplissement.

## Réflexions et options possibles de politique monétaire

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs laisse inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Même si une nouvelle baisse des taux au cours des prochains mois protégerait mieux la cible d'inflation selon le scénario de base et une série de scénarios adverses, la matérialisation des risques à la hausse justifierait au contraire le maintien du niveau actuel du taux directeur. Compte tenu de cette configuration, le Conseil des gouverneurs doit continuer de suivre l'évolution de la distribution des risques pesant sur les perspectives d'inflation et sur l'économie. L'accord commercial entre les États-Unis et l'UE a établi des paramètres importants qui définiront le nouvel environnement commercial pour les entreprises européennes. Dans un sens, cela a écarté le risque baissier plus extrême pour la croissance. Dans l'autre sens, l'absence de mesures de rétorsion de la part de l'UE a également réduit le risque qu'une hausse des droits de douane sur ses importations pousse l'inflation plus haut qu'anticipé dans le scénario de base. Le Conseil des gouverneurs doit réévaluer réunion par réunion l'évolution de la distribution des risques, en pesant les implications des flux de données cumulés pour les perspectives d'inflation à moyen terme. Les enquêtes menées par la BCE auprès des entreprises, des ménages et des banques (enquête téléphonique auprès des entreprises – *Corporate Telephone Survey*, enquête sur les anticipations des consommateurs – *Consumer Expectations Survey*, enquête sur la distribution du crédit bancaire – *Bank Lending Survey* et enquête sur l'accès des entreprises au financement – *Survey on the Access to Finance of Enterprises*) fourniront des informations précieuses sur leurs croyances et leurs actions. Comme toujours, les enquêtes de la BCE auprès d'experts externes (l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels – *Survey of Professional Forecasters* et

l'enquête auprès des analystes monétaires – *Survey of Monetary Analysts*) pourront également fournir des intrants utiles aux évaluations du Conseil des gouverneurs.

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

### Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'analyse économique, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La croissance mondiale s'est accélérée récemment dans un contexte de recul de l'incertitude relative aux politiques commerciales, l'indice composite mondial des directeurs d'achat ayant de nouveau augmenté en août, soutenu par les services et le secteur manufacturier. La croissance du PIB en volume a également surpris à la hausse au deuxième trimestre 2025, notamment aux États-Unis et en Chine, même si cela reflète en partie l'anticipation des échanges commerciaux mondiaux. Toutefois, l'économie américaine est confrontée à des risques croissants de stagflation, avec un ralentissement sur le marché du travail et un possible regain de l'inflation, en partie en raison des droits de douane. Des politiques plus restrictives en matière d'immigration constituent une autre source potentielle d'accélération de l'inflation aux États-Unis. En outre, les projections du *Congressional Budget Office* (services budgétaires du parlement américain) montrent que le projet de loi sur la fiscalité et les dépenses récemment adopté est très expansionniste sur le plan budgétaire.

Le commerce mondial devrait rester atone au second semestre, après la forte anticipation des importations aux États-Unis en prévision de la hausse des droits de douane. Dans le même temps, le recul de l'incertitude en matière de politique commerciale devrait atténuer certains des facteurs défavorables liés aux droits de douane, même si la croissance mondiale plus élevée et l'inflation plus faible depuis l'automne dernier ne devraient pas nécessairement être considérées comme reflétant une diminution de l'incertitude. Elles résultent plutôt en grande partie de la baisse des prix des matières premières, en particulier des prix de l'énergie. En effet, si la politique commerciale a freiné l'activité mondiale, elle a également exercé une pression à la baisse sur les prix des matières premières.

S'agissant du taux de change et de sa transmission potentielle, il a été avancé qu'il est important de placer l'appréciation récente de l'euro dans une perspective plus large. Compte tenu des évolutions au cours de l'année écoulée, il a été soutenu que les évolutions récentes peuvent être considérées davantage comme des fluctuations de nature temporaire que comme s'inscrivant dans une tendance constante orientée dans une seule direction. Cela impliquerait une faible transmission aux prix à la consommation, compte tenu de la façon dont les entreprises fixent généralement le prix de leurs

produits face à la volatilité des taux de change. En outre, il a été avancé que les importateurs pourraient ne pas être enclins à répercuter la baisse des coûts en raison des rigidités à la baisse des prix, d'autant plus que la demande intérieure dans la zone euro est restée solide, et que les entreprises cherchent à rétablir leurs marges après plusieurs trimestres de croissance négative des bénéfices unitaires. De ce point de vue, une transmission plus forte aux prix ne devrait être envisagée que si l'euro venait à s'apprécier beaucoup plus qu'il ne l'a fait plus tôt cette année. Il a été soutenu que cela était peu probable, car les intervenants de marché ont suggéré que la précédente appréciation de l'euro avait largement résulté de couvertures de positions (*position-hedging*) en réponse à l'incertitude soulevée par les annonces sur les droits de douane américains début avril. Parallèlement, s'agissant des effets du taux de change sur la compétitivité des exportateurs, il a été observé que le taux de change effectif réel, la principale métrique utilisée pour mesurer la compétitivité, s'était nettement moins apprécié que le taux nominal.

Dans le même temps, s'il a été admis que le taux de change pouvait parfois être déconnecté des fondamentaux en raison de comportements spéculatifs, il semble peu probable qu'une telle déconnexion joue actuellement un rôle important, et l'appréciation de l'euro devrait être persistante. En outre, une nouvelle appréciation de l'euro ne pourrait être exclue, dans un contexte d'anticipations croissantes de baisses des taux directeurs par la Réserve fédérale américaine. Cela s'est également reflété dans les prévisions médianes du marché pour le taux de change EUR/USD l'année prochaine. En outre, une composante de prime de risque a également influé sur les variations du taux de change, les actifs libellés en dollars n'étant plus autant considérés qu'auparavant comme une valeur refuge pour les portefeuilles internationaux. L'appréciation de l'euro a constitué un choc exogène et soudain qui a largement surpris les exportateurs européens, rendant difficile la mise en place de stratégies permettant de faire face à une monnaie plus forte. Il a également été souligné que l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar résultait en partie d'une réévaluation des perspectives de croissance relative pour la zone euro et les États-Unis. À cet égard, il a été suggéré que des perspectives plus favorables pour l'économie de la zone euro avaient contribué à une appréciation de l'euro qui était, au moins en partie, liée à la demande. Toutefois, des doutes ont été exprimés quant à savoir si la performance de l'euro pouvait réellement être attribuée à la vigueur sous-jacente de l'économie de la zone euro, compte tenu de son rythme de croissance modéré récemment et des différentes vulnérabilités entourant ses perspectives. De ce point de vue, une autre interprétation de la performance de l'euro a été qu'elle reflète plutôt une faiblesse fondamentale du dollar, due à des révisions à la baisse des perspectives relatives à l'économie américaine. En outre, si l'appréciation de l'euro s'expliquait davantage par une faiblesse de la demande aux États-Unis que par une forte demande dans la zone euro, et si elle reflétait également des arbitrages de portefeuille liés au fait que les actifs américains ne soient plus autant considérés comme sûrs, ces forces accentueraient plutôt qu'elles ne réduiraient la transmission du taux de change aux prix à la consommation.

Si les accords commerciaux conclus récemment ont quelque peu réduit l'incertitude, l'incidence globale de l'évolution des politiques dans le monde ne deviendrait claire qu'avec le temps. Il a été largement reconnu que depuis les projections de juin, plusieurs des scénarios les plus pessimistes, tels que le déclenchement d'une guerre commerciale mondiale ouverte, étaient devenus moins probables. De même, le risque de perturbations importantes du côté de l'offre liées au commerce s'est atténué. Toutefois, l'évolution des politiques commerciales mondiales est restée volatile et très incertaine à plusieurs égards. De nombreuses questions subsistent également quant aux détails et à la mise en œuvre de l'accord commercial conclu entre les États-Unis et l'Union européenne.

Dans ce contexte, bien que le gouvernement chinois ait commencé à lutter contre l'offre excédentaire dans le cadre de sa campagne « *anti-involution* », il a été avancé que les entreprises chinoises tentaient de vendre leurs produits dans la zone euro à des prix toujours plus bas. Il est probable que ce processus continuera d'exercer des pressions désinflationnistes jusqu'à ce que les surcapacités des entreprises chinoises soient résorbées. Dans le même temps, il a été avancé que les éléments indiquant que la Chine réorientait ses exportations vers la zone euro à des prix excessivement bas étaient limités jusqu'à présent. Il a également été noté que si les pressions désinflationnistes dans la zone euro pouvaient s'atténuer en cas de réduction des surcapacités, cela se ferait probablement au prix d'un ralentissement de l'économie chinoise, ce qui aurait des implications pour la demande extérieure de la zone euro.

Les risques géopolitiques sont très élevés et méritent un suivi attentif. Toute escalade géopolitique pourrait affecter la confiance économique au sens large, intensifier de nouveau les pressions sur les chaînes d'approvisionnement et, *in fine*, ralentir l'activité économique et, selon les membres du Conseil, pousser l'inflation à la hausse par rapport aux perspectives de base. Les implications pour la politique budgétaire deviennent également de plus en plus importantes, car les tensions géopolitiques pourraient nécessiter des dépenses de défense encore plus élevées que prévu jusqu'à présent, ce qui aurait une influence significative sur l'évolution de l'économie de la zone euro.

Dans le même temps, il reste difficile d'évaluer une grande partie de ces risques, car leur probabilité et leur impact économique sont difficiles à quantifier. Si les analyses de sensibilité et les analyses de scénarios autour des projections ont été utiles, elles n'ont pas permis de rendre totalement compte de nombreux risques extrêmes. Ainsi, même s'il est clair que l'on pourrait raisonnablement s'attendre à ce que la situation économique et géopolitique actuelle évolue rapidement, il est très difficile d'agir face à ces risques autrement qu'en étant préparé d'un point de vue opérationnel.

S'agissant de l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'économie a crû de 0,7 % en termes cumulés au cours du premier semestre de l'année, tirée par la résilience de la demande intérieure. En rythme trimestriel, la croissance a été plus soutenue au premier trimestre et plus faible au deuxième trimestre, traduisant en partie une anticipation initiale du commerce international avant

les hausses attendues des droits de douane, puis une inversion de cet effet. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une poursuite de la croissance dans le secteur manufacturier comme dans les services, signe d'une dynamique sous-jacente positive dans l'économie. Avec le temps, la vigueur du marché du travail devrait également stimuler les dépenses de consommation, en particulier si, comme anticipé dans les projections des services de la BCE, les ménages épargnent une part moindre de leur revenu. Les dépenses de consommation et l'investissement devraient bénéficier de la transmission des réductions antérieures des taux directeurs aux conditions de financement. L'investissement devrait également être soutenu par d'importantes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense. Si une augmentation des droits de douane, un renforcement de l'euro et une intensification de la concurrence mondiale devraient freiner la croissance pour le reste de l'année, les répercussions de ces facteurs défavorables sur la croissance devraient toutefois s'atténuer en 2026.

Il a été soutenu que la résilience de l'économie de la zone euro signifiait qu'elle restait en relativement bonne forme, malgré les changements considérables intervenus dans la politique commerciale cette année et l'incertitude géopolitique globale. Cela confirme que la vigueur de la croissance du PIB au premier semestre 2025 ne peut s'expliquer uniquement par l'anticipation des échanges. La croissance du PIB s'est constamment accélérée depuis son point bas de 2023, principalement en raison d'une reprise robuste de la demande intérieure depuis mi-2024, qui a été soutenue par un assouplissement des conditions de financement. Cela suggère également qu'il existe une dynamique sous-jacente positive dans l'économie de la zone euro. D'après les indices PMI, la production dans le secteur manufacturier a augmenté à son rythme le plus élevé depuis plus de trois ans, la hausse des nouvelles commandes indiquant une poursuite de l'expansion dans la période à venir, tandis que le sentiment dans le secteur des services est resté légèrement expansionniste. Le marché du travail a constitué un facteur clé de cette résilience, l'économie évoluant à un niveau proche du plein emploi. En outre, l'impact de l'incertitude entourant la politique commerciale des États-Unis a jusqu'à présent été plus limité qu'on ne le craignait initialement, et les indicateurs de confiance se sont récemment légèrement améliorés, un nombre croissant d'entreprises affichant des perspectives optimistes. Si des défis structurels en matière de compétitivité subsistent, il a été observé que les accords commerciaux conclus récemment avaient entraîné une amélioration de la compétitivité relative des entreprises de la zone euro sur le marché américain par rapport aux entreprises de la plupart des autres économies, qui sont confrontées à des droits de douane plus élevés. Il a également été avancé que le recul récent de l'incertitude devrait favoriser l'investissement des entreprises. En outre, les prévisionnistes externes s'attendent à une croissance économique supérieure aux projections. Par exemple, l'enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*) et l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*) indiquent toutes deux une croissance à 1,4 % en 2027. Dans l'ensemble, il a été estimé que la situation économique ne s'écartait pas significativement de celle formulée dans les projections de juin, avec une stabilité des prix, une croissance proche de son potentiel et un faible taux de chômage. Ce tableau positif de

l'économie européenne se reflète en grande partie dans les perspectives de base présentées dans les projections de septembre établies par les services de la BCE.

Dans le même temps, il a été avancé que la croissance était restée atone dans l'ensemble et vulnérable à plusieurs risques à la baisse, y compris l'incertitude persistante en matière de politique commerciale, la réorientation des produits chinois, l'appréciation de l'euro et l'incertitude politique. Si la reprise incluse dans les projections repose sur une expansion de la demande intérieure, le PIB en volume a pratiquement stagné au deuxième trimestre 2025, en raison non seulement du ralentissement des exportations, mais aussi de la faiblesse de la demande intérieure. La croissance devrait rester atone au second semestre et la demande intérieure n'affiche pas encore de signes clairs de reprise robuste. Les consommateurs restent prudents et l'investissement est freiné par l'incertitude géopolitique et commerciale accrue, suggérant une reprise lente de la croissance dans la période à venir. Le commerce extérieur devrait peser sur la croissance pendant un certain temps, car les effets de la hausse des droits de douane et d'un euro plus fort ne se matérialiseraient que progressivement.

Pour la première fois depuis longtemps, les dernières projections contiennent des révisions à la hausse de la croissance du PIB à court terme, avec une croissance économique attendue de 1,2 % en 2025, contre 0,9 % prévu en juin. Toutefois, la projection de croissance pour 2026 est désormais légèrement plus faible, à 1,0 %, tandis que la projection pour 2027 est restée inchangée, à 1,3 %. Les projections de croissance à deux ans apparaissent donc comme un pôle de stabilité, malgré les nombreux chocs de ces dernières années, un environnement extérieur qui reste instable et des tensions géopolitiques élevées. Dans le même temps, il a été avancé que cette situation ne devrait pas durer éternellement, les dernières projections pouvant s'avérer trop optimistes au regard des nombreuses vulnérabilités et sources d'hétérogénéité susceptibles de compromettre la reprise. Si l'économie de la zone euro a mieux résisté que prévu au deuxième trimestre, cela s'explique en grande partie par les performances exceptionnelles de la quatrième plus grande économie de la zone euro. Les autres économies n'ont pas affiché de bonnes performances, comme le reflète également le ralentissement visible sur leurs marchés du travail respectifs. En outre, la réduction des risques par les banques a entraîné des inégalités dans les conditions financières des entreprises à un moment où les taux de faillite augmentaient, atteignant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2015. À moyen terme, des politiques plus restrictives en matière d'immigration pourraient également peser sur la croissance de la zone euro. Enfin, les effets des droits de douane américains continuent de se faire sentir et la demande extérieure pourrait donc être plus faible que prévu, ce qui freinerait également la croissance dans la zone euro.

Les projections tablent sur une baisse du taux d'épargne des ménages. La robustesse de cette hypothèse a été mise en question, compte tenu du fait que l'incertitude économique ne devrait pas s'atténuer prochainement et qu'il est dès lors normal que les ménages, dans de telles conditions, épargnent davantage par mesure de précaution. En outre, des éléments montrent que les perceptions

qu'ont les ménages de leur revenu disponible réel sont encore marquées par l'épisode de forte inflation, ce qui les a amenés à n'ajuster que progressivement leur consommation à la hausse récente du pouvoir d'achat. Les ménages pourraient également avoir revu à la baisse leurs anticipations concernant leur revenu permanent à la suite de la multitude de chocs qui ont frappé l'économie ces dernières années, les conduisant à épargner davantage. En outre, ils pourraient avoir commencé à s'attendre à une future hausse des impôts et à une diminution des dépenses sociales, la situation géopolitique actuelle obligeant les gouvernements à dépenser davantage pour la défense. Cet effet ricardien illustre la probabilité que la politique budgétaire joue un rôle important dans la dynamique future du taux d'épargne des ménages et de la consommation privée. Dans le même temps, il a également été avancé que le taux d'épargne pourrait baisser plus fortement qu'anticipé.

Le marché du travail reste une source de vigueur, le taux de chômage s'établissant à 6,2 % en juillet, même si la demande de main-d'œuvre s'est ralentie. La demande de main-d'œuvre s'ajustant à une croissance plus faible, les taux de vacance d'emploi et le nombre de personnes ayant débuté un emploi par trimestre ont tous deux diminué au-dessous des niveaux d'avant la pandémie, même si le ratio vacance d'emploi-chômage est resté bien supérieur aux niveaux pré-pandémiques. Le taux de chômage devra faire l'objet d'une attention particulière au cours des prochains trimestres, d'autant qu'il constitue un déterminant important de la confiance des consommateurs. Les membres du Conseil ont salué la forte diminution de la durée du chômage dans la zone euro au cours des dernières années, ainsi que la baisse prononcée du chômage de longue durée. Par conséquent, l'efficacité et la fluidité du marché du travail ont augmenté, avec un déplacement vers l'intérieur de la courbe de Beveridge de la zone euro (qui représente la relation entre le chômage et le taux de vacance d'emploi). Néanmoins, ces caractéristiques d'un marché du travail globalement sain ne sauraient être considérées comme acquises dans le contexte de fragilité actuelle de l'économie, et doivent donc faire l'objet d'un suivi attentif. De plus, les taux de chômage contrastés suggèrent qu'il existe toujours des différences significatives entre les marchés du travail de la zone euro.

Les perspectives budgétaires restent déterminées par la hausse prévue des dépenses de défense, dans un contexte de fortes tensions géopolitiques. Le risque existe que l'ampleur même des dépenses publiques actuellement envisagées exerce un effet d'éviction sur l'investissement privé. Il a également été suggéré qu'une grande partie de ces dépenses pourrait stimuler les importations plutôt que la production interne, en raison des contraintes d'offre dans le secteur de la défense de la zone euro. Dans le même temps, il a été avancé que la politique budgétaire pourrait donner une impulsion plus forte que prévu si les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés qu'attendu. L'expansion budgétaire pourrait également poser des problèmes dans la mesure où l'effet « boule de neige » favorable résultant de la différence entre le taux de croissance économique nominal et le taux d'intérêt sur la dette publique a diminué, ce qui implique qu'il existe désormais une pression plus forte pour réduire les déficits primaires que dans un passé récent. Dans ce contexte, il a été observé que les

politiques budgétaires font l'objet d'une surveillance accrue des marchés financiers à l'échelle mondiale.

Dans l'ensemble, les membres du Conseil ont jugé essentiel que les politiques budgétaires et structurelles améliorent la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Un an après la publication du rapport de Mario Draghi sur l'avenir de la compétitivité européenne, il demeure crucial de suivre ses recommandations avec de nouvelles actions concrètes et d'en accélérer la mise en œuvre, conformément à la feuille de route de la Commission européenne. Il appartient aux gouvernements de privilégier les réformes structurelles et les investissements stratégiques favorables à la croissance tout en assurant la pérennité des finances publiques. Il est essentiel d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement ainsi que l'union bancaire, selon un calendrier ambitieux, et de rapidement mettre en place le cadre législatif nécessaire à l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Comme l'a souligné la présidente de la Commission européenne dans un récent discours, la situation actuelle devrait être le « moment de l'indépendance » de l'Europe, avec des échéances politiques claires, notamment une feuille de route pour le marché unique pour la période allant jusqu'en 2028. Bien que ce message mérite le plein soutien du Conseil des gouverneurs, des inquiétudes ont été exprimées quant à l'insuffisance persistante des efforts en faveur de réformes structurelles. À cet égard, il a été observé que, selon l'*European Policy Innovation Council*, seulement 11 % des propositions du rapport Draghi ont été intégralement mises en œuvre à l'issue d'une année.

Dans ce contexte, les membres du Conseil estiment que les risques pesant sur la croissance économique sont devenus plus équilibrés. Si les accords commerciaux conclus récemment ont réduit l'incertitude, une nouvelle dégradation des relations commerciales pourrait limiter davantage les exportations et freiner l'investissement et la consommation. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, une plus grande aversion au risque et un affaiblissement de la croissance. Les tensions géopolitiques, notamment liées à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude majeure. En revanche, une augmentation plus importante qu'attendu des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait la croissance. Une amélioration de la confiance des entreprises stimulerait l'investissement privé. Une diminution des tensions géopolitiques, ou une résolution plus rapide que prévu des différends commerciaux encore présents, pourrait aussi stimuler la confiance et l'activité.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont globalement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation annuelle est restée proche de la cible, ressortant à 2,1 % en août selon l'estimation rapide d'Eurostat, après 2,0 % en juillet. Les nouvelles projections établies par les services de la BCE présentent une image de l'inflation analogue

à celle projetée en juin. Elles prévoient que l'inflation totale s'établira en moyenne à 2,1 % en 2025, 1,7 % en 2026 et 1,9 % en 2027.

Les membres du Conseil se sont félicités du fait que l'inflation oscille autour de 2 % depuis plusieurs mois et que la désinflation n'ait entraîné ni récession ni instabilité financière. Si la politique monétaire a soutenu le processus désinflationniste, plusieurs autres facteurs sont également entrés en jeu. Les prix de l'énergie sont revenus à la limite inférieure de leur fourchette récente, tandis que l'appréciation de l'euro et le climat économique mondial relativement morose en raison de l'incertitude commerciale et géopolitique ont également contribué, plus qu'ils ne l'auraient fait dans d'autres circonstances, à freiner l'inflation dans la zone euro. Néanmoins, certaines forces désinflationnistes sous-jacentes devraient persister. La croissance des salaires devrait continuer de se ralentir sur l'horizon de projection, en partie en raison du léger affaiblissement du marché du travail. En outre, l'appréciation de l'euro continue de se répercuter sur la hausse des prix des biens.

Selon les projections macroéconomiques de septembre, l'inflation devrait se stabiliser autour de la cible à moyen terme, ce qui constitue une bonne nouvelle. Toutefois, il a également été souligné que les perspectives d'inflation se sont légèrement détériorées, car l'inflation devrait désormais être inférieure à la cible non seulement en 2026 mais aussi en 2027, et avec un écart à l'objectif encore plus important si on neutralise l'effet inflationniste résultant de l'introduction du SEQE 2 en 2027. Dans ce contexte, s'il est trop tôt pour évaluer l'incidence du SEQE 2 sur l'inflation totale à plus long terme, l'impact inflationniste en 2027 pourrait n'être que transitoire, c'est-à-dire un ajustement ponctuel plutôt qu'une tension persistante sur la hausse des prix de l'énergie. Dans les projections macroéconomiques de décembre, l'horizon de projection sera étendu à 2028, ce qui devrait contribuer à mieux comprendre comment cet effet pourrait se manifester au-delà de 2027. Il existe également un risque que les gouvernements nationaux retardent la mise en œuvre du SEQE 2 ou ne le mettent que partiellement en œuvre, ce qui pourrait entraîner un repli de l'inflation sous la cible plus prononcé en 2027. Il a cependant été observé que les prévisions d'inflation établies par d'autres institutions et par le secteur privé sont supérieures aux projections établies par les services de la BCE pour 2026 et 2027. Par exemple, l'enquête auprès des analystes monétaires et l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels tablent toutes deux sur une inflation totale et une inflation *core* de 2,0 % en 2027. Les anticipations d'inflation des consommateurs restent également supérieures à la cible de la BCE, et ont récemment affiché une hausse sur tous les horizons, y compris à cinq ans. Enfin, dans le secteur manufacturier, les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente ne suggèrent pas de persistance des pressions à la baisse sur la variation des prix des biens.

Le ralentissement de la croissance des salaires a été salué et considéré comme confortant l'anticipation selon laquelle l'inflation s'est stabilisée de manière durable au niveau de la cible de la BCE. Jusqu'à présent, il y a eu un rattrapage des salaires réels après la réduction du pouvoir d'achat des ménages en raison de la forte hausse de l'inflation, mais pas de signe de spirale salaires-prix. Pour la période à venir, il a été noté que les tensions sur les salaires pourraient encore s'atténuer si le

marché du travail se ralentit. Toutefois, étant donné les tensions sur le marché du travail et le faible niveau du chômage, et à la suite de la légère surprise à la hausse du taux de croissance de la rémunération par tête au deuxième trimestre, il a également été avancé que la croissance des salaires pourrait se ralentir plus lentement que prévu, en particulier si la reprise conjoncturelle attendue se confirmait. Il existe un risque que cela maintienne la hausse des prix des services à un niveau élevé. En outre, même si l'on s'attend à une stabilisation de la hausse des prix des services sur l'horizon de projection, les anticipations relatives aux prix de vente des entreprises du secteur des services sont restées fermes, et l'inflation *core* pour les services, qui exclut les composantes volatiles, a enregistré une baisse beaucoup moins marquée que l'inflation globale dans les services.

Les tensions commerciales font peser des risques orientés dans les deux sens sur les perspectives d'inflation. Il a été avancé que les droits de douane pourraient être inflationnistes dans l'ensemble si leurs effets via les réseaux de production étaient pris en compte, la zone euro étant peu susceptible de pouvoir s'isoler totalement d'une éventuelle accélération de l'inflation aux États-Unis ou à l'échelle mondiale. En effet, il est apparu clairement durant la pandémie que, dans une économie mondiale toujours fortement interconnectée, les tensions inflationnistes mondiales sont susceptibles d'avoir des répercussions sur la zone euro. Les tensions à la hausse sur les prix pourraient être renforcées par des perturbations des chaînes d'approvisionnement, telles que des restrictions des exportations de terres rares ou la fin de l'exemption « *de minimis* » des droits de douane pour les petits colis expédiés aux États-Unis. Par ailleurs, il a été suggéré que l'effet baissier sur l'inflation dans la zone euro résultant de l'appréciation de l'euro cette année est plus important que toute hausse des coûts transmise par les réseaux de production. Il a également été évoqué que le réacheminement des biens de la Chine vers la zone euro pourrait s'intensifier plus rapidement qu'anticipé dans les modèles, et qu'une plus forte réorientation des échanges pourrait entraîner de nouvelles pressions désinflationnistes. Dans le même temps, il a été avancé que jusqu'à présent, aucun élément n'indique que la Chine réoriente ses exportations vers la zone euro à des prix excessivement bas. Entre le début de l'année et juin, les prix des importations en provenance de Chine ont baissé dans une moindre mesure que l'appréciation de l'euro. L'effet du réacheminement des échanges commerciaux sur l'inflation de la zone euro pourrait donc être limité – compte tenu également de la campagne « anti-involution » du gouvernement chinois, qui vise à lutter à la fois contre l'offre excédentaire et contre la concurrence excessive au sein de l'économie chinoise.

La hausse des prix des produits alimentaires constitue une autre source d'incertitude. Elle s'est accentuée sous l'effet d'événements météorologiques extrêmes, et le risque s'accroît que la hausse moyenne des prix des produits alimentaires ne revienne pas à ses niveaux historiques. Au contraire, les prix des produits alimentaires pourraient subir des tensions à la hausse plus persistantes à mesure que les perturbations liées au climat deviennent plus fréquentes et plus graves. Ces évolutions pourraient signifier que le ralentissement attendu de la hausse des prix des produits alimentaires au-dessous de sa moyenne de long terme pourrait ne pas se matérialiser. De plus, la hausse des prix

des produits alimentaires joue un rôle particulièrement déterminant, car elle peut facilement influencer sur les anticipations d'inflation en raison de sa forte visibilité pour les ménages. Dans le même temps, bien que le prix relatif des produits alimentaires soit susceptible d'augmenter en raison des perturbations des récoltes et des politiques de transition écologique liées à la crise climatique, cela n'implique pas nécessairement une tension haussière durable sur la hausse des prix des produits alimentaires, une fois les prix relatifs ajustés au nouvel environnement.

En outre, il a été mentionné que la mesure de l'inflation qui inclut les logements occupés par leur propriétaire est actuellement supérieure d'environ 0,2 point de pourcentage au chiffre total de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante des politiques commerciales dans le monde. Avec l'appréciation de l'euro, le ralentissement de l'inflation pourrait être plus marqué qu'attendu. L'inflation pourrait aussi être plus faible si l'augmentation des droits de douane provoquait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et une nouvelle hausse des exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Les tensions commerciales pourraient entraîner une plus grande volatilité et une plus forte aversion au risque sur les marchés financiers, ce qui pèserait sur la demande intérieure et, par conséquent, ralentirait également l'inflation. En revanche, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse et renforçait les contraintes de capacité au sein de la zone euro. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également avoir un effet haussier sur l'inflation à moyen terme. Des événements météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par Mme Schnabel et M. Lane dans leurs introductions. Les taux de marché à court terme ont augmenté depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les taux à long terme sont demeurés globalement inchangés, contrastant avec leur baisse aux États-Unis. Les prix fixés sur les marchés ont attribué une probabilité nulle à une réduction de taux lors de la réunion de politique monétaire de septembre et d'environ deux tiers seulement à une réduction supplémentaire à mi-2026, en raison peut-être d'une économie plus vigoureuse que prévu. Cela implique aussi qu'il faudrait que la politique monétaire finisse par se resserrer sur l'horizon de projection, ce qui pourrait être lié à la hausse attendue des dépenses budgétaires. La communication de la BCE pourrait aussi avoir joué un rôle et potentiellement avoir contribué aux récentes évolutions contrastées entre les rendements à long terme dans la zone euro et aux États-Unis, bien que la baisse des rendements américains reflète également le niveau moins élevé des perspectives de croissance et des anticipations de taux aux États-Unis.

Les marchés des obligations souveraines sont restés calmes et n'ont pas intégré de tensions à leurs prix, notamment en comparaison des données historiques. Dans le même temps, les rendements des obligations souveraines à très long terme dans certains pays de la zone euro ont atteint des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 15 ans, les rendements à 30 ans s'inscrivant en hausse constante tout au long du cycle de réduction des taux malgré une baisse de 200 points de base du taux de la facilité de dépôt. Dans la mesure où les rendements à très long terme sont importants pour la transmission de la politique monétaire, cela joue en défaveur du cycle d'assouplissement. La hausse des rendements à très long terme s'inscrit dans un phénomène mondial plus global, qui les a vus brièvement atteindre des records vieux de plusieurs décennies au Royaume-Uni et au Japon. Ce phénomène indique que les intervenants de marché ont commencé à accorder plus d'attention à la situation budgétaire des principales économies du monde entier. Des rendements à très long terme durablement élevés sont susceptibles de peser sur la dynamique économique actuelle dans la zone euro.

Des risques émanent également des marchés financiers au sens large. Même si les marchés ont plus qu'effacé les pertes enregistrées au printemps, la forte hausse du prix de l'or au cours des 18 derniers mois a servi d'avertissement. Les marchés financiers ont été sujets à des valorisations potentiellement erronées et pourraient négliger plusieurs évolutions préoccupantes. Aux États-Unis, les marchés financiers semblent optimistes, les valorisations des actions, en particulier, demeurant élevées, malgré une modération du marché du travail. L'assouplissement attendu de la politique monétaire américaine pourrait avoir contribué au niveau élevé des valorisations, même s'il a également été observé que les évolutions de l'intelligence artificielle et le passage du travail au capital qui y est associé pourraient avoir simultanément contribué aux fortes valorisations des actions américaines et à l'affaiblissement du marché du travail aux États-Unis. Les *stablecoins*, les crypto-actifs et les risques de cybersécurité représentent de nouvelles menaces pour le système financier mondial. Compte tenu de tous ces éléments, la probabilité d'une réévaluation brutale des marchés d'actions, d'obligations et des changes est susceptible d'avoir augmenté et pourrait faire peser un risque sur les perspectives de la zone euro. S'il y avait une détérioration de la confiance sur les marchés financiers, cela pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement, une plus grande aversion au risque et un affaiblissement de la croissance. Dans le même temps, la solidité du secteur bancaire dans la zone euro, qui constitue une importante condition préalable à la stabilité financière plus globalement, est une source de vigueur considérable pour faire face à ces risques.

S'agissant des conditions de financement, la transmission des réductions passées de taux d'intérêt a continué de faire baisser globalement les coûts d'emprunt des entreprises. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,5 % en juillet, après 3,6 % en juin, tandis que le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé à 3,5 %. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est demeuré inchangé, à 3,3 % en juillet. Toutefois, les banques ont réduit leurs risques en orientant leurs prêts aux entreprises vers les entreprises plus sûres au

détriment des entreprises plus risquées. La baisse du coût d'emprunt observé pour les entreprises pourrait donc en partie refléter un effet de composition, susceptible de masquer les véritables coûts d'emprunts.

Le crédit a continué de se redresser progressivement. Les prêts bancaires aux entreprises ont augmenté de 2,8 % en rythme annuel en juillet, un taux un peu plus élevé qu'en juin, et la croissance des émissions d'obligations d'entreprises est passée de 3,4 % à 4,1 %. Toutefois, le redressement de la croissance des prêts se ralentit, l'écart entre le taux de croissance sur trois mois annualisé et la croissance annuelle se révélant désormais proche de zéro. Les prêts aux petites et moyennes entreprises sont également plus faibles que les prêts aux autres emprunteurs. Si cela peut venir de leur profil de risque plus élevé, cela peut également refléter des faiblesses et des contraintes structurelles dans l'économie réelle. Dans le même temps, la croissance des prêts hypothécaires s'est redressée, s'établissant à 2,4 % en juillet après 2,2 % en juin.

## 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, et actualisés en juillet 2025, comme déterminants pour sa fonction de réaction. Ceux-ci comprennent a) les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation et les risques qui les entourent, b) la dynamique de l'inflation sous-jacente et c) la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil ont salué le fait que l'inflation totale soit actuellement proche de la cible à moyen terme de 2 %. Ils ont jugé que les informations disponibles étaient globalement conformes à leur précédente évaluation des perspectives d'inflation et qu'elles reflétaient également les révisions limitées des projections de septembre par rapport aux projections de juin. L'inflation est restée très proche de 2 % pendant plusieurs mois, le scénario central se matérialisant trimestre après trimestre, malgré des incertitudes élevées. Selon les dernières projections, l'inflation devrait revenir à 1,7 % en 2026, avant de s'inscrire en légère hausse, à 1,9 %, en 2027. On s'attend désormais à ce que la baisse de l'inflation l'année prochaine soit légèrement moins prononcée qu'anticipé auparavant, en raison principalement des évolutions des prix de l'énergie. Toutefois, les projections d'inflation pour 2027 ont été légèrement révisées à la baisse, en partie en raison de l'appréciation de l'euro, un niveau d'inflation légèrement inférieur à la cible étant désormais attendu même en tenant compte des effets du démarrage du SEQE 2 en 2027. Les anticipations d'inflation sont demeurées fermement ancrées, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ayant continué de s'établir à 2 % environ, ce qui a également soutenu la stabilisation de l'inflation autour de la cible de la BCE.

Dans ce contexte, des risques entourant les perspectives d'inflation ont été identifiés dans les deux sens. Cette évaluation est également étayée par les analyses de risques, de sensibilité et de scénarios. De multiples risques à la hausse et à la baisse pèsent sur l'inflation et, tandis qu'une évaluation globale demeure une affaire de jugement, il est très difficile d'intégrer tous les facteurs pour les traduire en une solide balance des risques. Même si les récents accords commerciaux ont réduit l'incertitude, les politiques commerciales encore volatiles à l'échelle mondiale signifient que les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire. Toutefois, il a également été avancé que les risques qui entourent les perspectives d'inflation sont plutôt faibles car nombre d'entre eux ont été en partie neutralisés. Le risque d'une guerre commerciale totale contenu dans le scénario le plus sévère a diminué. De même, le risque de perturbations importantes du côté de l'offre est également devenu moins sévère. Dans le même temps, il a été avancé que les risques demeuraient élevés au regard des données historiques. L'accord commercial entre les États-Unis et l'UE a laissé en suspens certaines questions concernant les droits de douane. Il y a également beaucoup d'incertitudes sur les éléments non tarifaires, tout comme sur les conséquences à moyen terme des droits de douane américains, ainsi que la réorientation des échanges commerciaux et la restructuration des chaînes d'approvisionnement qui y sont associées. Des risques géopolitiques graves créent également des zones d'incertitude majeures autour des perspectives de base.

Plusieurs membres du Conseil considèrent que les risques pesant sur l'inflation sont orientés à la baisse à moyen terme. De ce point de vue, l'appréciation de l'euro a constitué un choc véritablement exogène, sans lien avec les conditions économiques de la zone euro, et pourrait avoir un effet plus important sur l'inflation que celui qui est intégré dans les projections. La poursuite de l'appréciation a également été possible en raison des anticipations croissantes de réductions des taux d'intérêt par le Comité fédéral de l'*open market* aux États-Unis. Il a également été affirmé que les tensions commerciales et l'incertitude font encore peser des risques à la baisse sur l'inflation. En particulier, il a été suggéré qu'une intensification de la réorientation des biens vers la zone euro, depuis la Chine et d'autres pays en surcapacité, pourrait se manifester par une baisse des prix à l'exportation et entraîner une diminution de l'inflation. Ces effets sont probablement plus importants que les risques à la hausse provenant des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. De plus, un nouveau ralentissement de l'économie américaine ou une correction brutale sur les marchés financiers américains ou mondiaux pourraient exercer des pressions désinflationnistes supplémentaires sur la zone euro. Dans le contexte de menaces majeures sur la demande extérieure qui pourraient ne pas être suffisamment contrebalancées par la demande intérieure, une croissance plus faible que prévu dans la zone euro – potentiellement amplifiée par une modération du marché du travail après de très hauts niveaux d'emploi – pourrait conduire à une inflation plus durablement inférieure à la cible. Les effets de l'expansion budgétaire sur la croissance et l'inflation pourraient également se révéler plus limités que prévu, en raison principalement d'effets ricardiens. Enfin, le risque existe que le SEQE 2 soit dilué ou retardé, au lieu d'être intégralement mis en œuvre en 2027. Sans l'effet à la hausse attendu du SEQE 2 sur l'inflation projetée en 2027, un retour durable de l'inflation à la cible après le

niveau inférieur à celle-ci attendu en 2026 serait encore retardé. De plus, même si le SEQE 2 était mis en œuvre dans son intégralité, son impact inflationniste en 2027 pourrait représenter un ajustement ponctuel transitoire, entraînant ainsi un effet de base négatif dans la projection d'inflation pour 2028 et générant alors le risque que l'inflation soit inférieure à la cible, en particulier au vu de la baisse de l'inflation *core* attendue sur l'horizon de projection.

Quelques membres du Conseil considèrent les risques d'inflation comme orientés à la hausse à moyen terme, notant également que les prévisions externes relatives à l'inflation en 2026 et 2027 s'établissent au-dessus des dernières projections. Même si la politique monétaire a soutenu le processus désinflationniste, le retour de l'inflation à la cible pourrait également être en partie attribué aux évolutions volatiles des prix de l'énergie et du taux de change, qui pourraient facilement s'inverser. De plus, la transmission de la diminution des coûts des intrants liée à un renforcement du taux de change ou à la baisse des prix à l'importation pourrait se révéler moins forte que prévu dans les projections, les importateurs pouvant se montrer moins disposés à répercuter les baisses de coûts aux consommateurs en raison de rigidités à la baisse des prix, notamment au vu de la vigueur de la demande intérieure et de l'aspiration des entreprises à rétablir leurs marges bénéficiaires. Plus généralement, il a été soutenu que l'économie se révélait plus résistante que prévu, ce qui rend de moins en moins probable un niveau d'inflation durablement inférieur à la cible. Il a également été avancé que les droits de douane seraient inflationnistes, plutôt que désinflationnistes, dans les simulations si les modèles de projection prenaient en compte les réseaux de production. Les tensions à la hausse sur les prix pourraient être renforcées si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait à la hausse les prix à l'importation et accentuait les contraintes de capacité dans l'économie domestique, tandis qu'il a été soutenu que l'impact de la réorientation du commerce sur l'inflation dans la zone euro serait probablement limité étant donné que l'on n'a pas constaté de baisse significative des prix des importations en provenance de Chine à ce jour. Outre les droits de douane, les politiques migratoires et l'expansion budgétaire pourraient accroître les tensions inflationnistes aux États-Unis et, si ces risques se matérialisaient, la zone euro ne serait probablement pas à l'abri d'effets de contagion inflationnistes. L'escalade des tensions géopolitiques pourrait aussi intensifier à nouveau les tensions sur les chaînes d'approvisionnement et tend à être inflationniste selon une récente étude de Caldara *et al.* Les événements météorologiques extrêmes et les politiques de transition qui ont affecté l'agriculture et, plus généralement, la crise climatique et la crise de la nature en cours, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. Enfin, l'expansion budgétaire pourrait avoir un impact plus prononcé sur l'inflation si l'économie devait se heurter à des contraintes de capacité, ce qui pourrait arriver plus tôt qu'attendu, et l'inflation pourrait également être plus élevée si les dépenses de défense et d'infrastructures se révélaient plus importantes qu'anticipé dans les projections de base.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les mesures standard restaient conformes à la cible de 2 % à moyen terme. Elles sont généralement

proches de, bien que toujours supérieures à 2 % et n'indiquent pas d'écart significatif par rapport à la cible dans un sens ni dans l'autre. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 2,4 % en 2025 à 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027, sous l'effet du renforcement de l'euro et de la diminution des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. La croissance annuelle de la rémunération par tête s'est inscrite en baisse et les indicateurs prospectifs suggèrent que la croissance des salaires continuera de se modérer. Cette évolution, conjuguée aux gains de productivité, contribuera à contenir les tensions d'origine interne sur les prix, même si les bénéfices se redressent à partir de niveaux faibles. Dans le même temps, à la lumière de la reprise en cours, avec une demande intérieure robuste et une résorption de l'écart de production, il a été affirmé qu'il était peu probable que des pressions désinflationnistes s'exercent sur l'inflation *core*, car le marché du travail tendu et les niveaux d'emploi faibles attendus au cours des prochaines années pourraient se traduire par une hausse des tensions sur les salaires avec le raffermissement de la reprise. Les salaires pourraient également se ralentir moins vite que prévu en raison de facteurs démographiques qui rendraient la main-d'œuvre de moins en moins abondante. Ces facteurs pourraient faire peser un risque à la hausse sur l'inflation intérieure et l'inflation dans le secteur des services. Plus généralement, si l'écart de production devait se résorber plus rapidement que prévu, des tensions à la hausse s'exerceraient sur l'inflation sous-jacente. D'autre part, une modération du marché du travail pourrait encore réduire les tensions sur les salaires.

Enfin, la transmission de la politique monétaire se poursuit de façon harmonieuse. Les réductions passées de taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions de financement qui y est associé ont soutenu le redressement du crédit et de la demande intérieure depuis mi-2024, bien que l'impact de ces réductions de taux ne se soit pas encore pleinement fait sentir, une part de la transmission devant encore se matérialiser. Par conséquent, la transmission devrait se poursuivre de façon harmonieuse, les dépenses de consommation et l'investissement continuant de bénéficier de la transmission des réductions passées de taux d'intérêt aux conditions de financement. La réduction de l'incertitude et le léger renforcement de la confiance observés ces dernières semaines pourraient aussi contribuer à soutenir la transmission de la baisse des taux d'intérêt à l'économie réelle.

## Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont soutenu la proposition présentée par M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les nouvelles projections ont présenté une image de l'inflation semblable à celle projetée en juin et l'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation est globalement inchangée. En particulier, les données disponibles depuis la réunion de juillet confirment que les perspectives d'inflation restent en bonne position et que l'économie intérieure demeure résistante, les risques pesant sur la croissance économique se révélant désormais plus équilibrés. Par conséquent rien ne pousse dans l'immédiat à modifier les taux directeurs lors de la présente réunion. Le contexte reste plus incertain que

d'ordinaire, en raison notamment de la volatilité persistante des politiques commerciales dans le monde, mais aussi des évolutions géopolitiques. Cette incertitude pourrait également justifier le maintien des taux d'intérêt à un niveau inchangé. En particulier, la situation actuelle devrait fortement évoluer à un moment donné, mais il est pour le moment difficile de savoir quand et dans quel sens. Maintenir les taux directeurs à leur niveau actuel laissera plus de temps pour évaluer les effets des droits de douane, les incertitudes en cours et les autres facteurs de risque que le Conseil des gouverneurs a examinés, même si ces risques ne se dissiperont pas tous. Il a également été souligné que le niveau actuel des taux d'intérêt devrait être considéré comme suffisamment robuste pour faire face aux chocs, au vu des risques en sens opposé qui pèsent sur l'inflation et en tenant compte d'un large éventail de scénarios. Globalement, il continue d'y avoir une valeur d'option élevée au fait d'attendre davantage d'informations.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont réaffirmé que le Conseil des gouverneurs reste résolu à assurer une stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Les futures décisions relatives aux taux d'intérêt continueront d'être fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs maintiendra également une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire et il ne s'engagera pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Les perspectives d'inflation étant plus incertaines que d'ordinaire et avec le risque d'importants chocs sur l'inflation et la croissance dans les deux sens, il est important pour le Conseil des gouverneurs de conserver une totale optionalité pour ses prochaines réunions et de faire preuve d'agilité pour réagir rapidement à des chocs importants si nécessaire. La communication devrait rester prudente et neutre et continuer à ne pas s'engager concernant les décisions futures relatives aux taux d'intérêt.

À plus long terme, les mois à venir seront importants pour l'évaluation minutieuse des données et éléments empiriques nouvellement disponibles sur la manière dont les chocs récents affectent les perspectives d'inflation et de croissance. À cet égard, il a été avancé que l'orientation de la politique monétaire ne devrait pas être modulée en réponse aux fluctuations modérées de l'inflation autour de la cible, mais ajustée uniquement si l'on anticipe un écart significatif à moyen terme. Dans le même temps, les types d'écarts substantiels et durables de l'inflation par rapport à la cible dans les deux sens observés au cours de la dernière décennie constituent des événements atypiques et rares. En conséquence, il a également été affirmé qu'une réponse cyclique de la part de la politique monétaire restait nécessaire pour faire face aux chocs de demande de façon continue, comme le reflètent également les modèles de politique monétaire standards.

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 septembre 2025](#)

## Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 10-11 septembre 2025

### Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno

M. Cipollone

M. Dolenc, vice-gouverneur de la Banka Slovenije

M. Elderson

M. Escrivá

M. Kazāks\*

M. Kažimír

M. Kocher

M. Lane

M. Makhlouf

M. Müller

M. Nagel

M. Panetta

M. Patsalides\*

M. Radev\*\*

M. Rehn

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Scicluna

M. Šimkus

M. Sleijpen\*

M. Stournaras\*

M. Villeroy de Galhau

M. Vujčić\*

M. Wunsch

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en septembre 2025 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

\*\* En tant qu'observateur.

#### **Autres participants**

M. Dombrovskis, Commissaire\*\*

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

M. Rostagno, secrétaire pour la politique monétaire, directeur général Politique monétaire

M. Kapadia, chef de division, Direction générale Politique monétaire

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

#### **Personnes accompagnantes**

Mme Bénassy-Quéré

M. Boeckx

Mme Brezigar

M. Demarco

M. Horváth

M. Kaasik

M. Koukoularides

M. Kroes

M. Lünnemann  
Mme Mauderer  
Mme McKiernan  
M. Nicoletti Altimari  
M. Novo  
M. Nuño  
M. Šiaudinis  
M. Šošić  
Mme Stiftinger  
M. Tavlás  
M. Välimäki  
M. Vilerts

**Autres membres du personnel de la BCE**

- M. Proissl, directeur général Communication
- M. Straub, conseiller auprès de la présidente
- Mme Rahmouni, 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 27 novembre 2025.