

Réunion des 29 et 30 octobre 2025

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Florence le mercredi 29 et le jeudi 30 octobre 2025

27 novembre 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 10 et 11 septembre 2025, les marchés financiers ont encore une fois fait preuve de résilience face aux chocs. L'appétence pour le risque des investisseurs dans la zone euro s'est établie à son niveau le plus élevé depuis le début de la crise financière mondiale, dans un contexte de faible volatilité des différentes classes d'actifs.

Le sentiment positif qui prévaut à l'égard du risque a été soutenu par les perspectives macroéconomiques tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, les deux économies continuant de faire preuve d'une résilience plus forte qu'attendu face au conflit commercial en cours et aux facteurs géopolitiques défavorables. Les indicateurs de marché relatifs aux anticipations de croissance de la zone euro continuent de suggérer une expansion économique robuste. Les anticipations de croissance pour 2025 ont été révisées à la hausse et s'établissent bien au-dessus de leur niveau d'avant l'annonce initiale d'un relèvement des droits de douane américains. Les anticipations de croissance pour 2026 et 2027 sont proches des anticipations antérieures aux hausses de droits de douane et du niveau de croissance potentielle. Les indicateurs de marché relatifs aux anticipations d'inflation à moyen terme sont proches de 2 %. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans deux ans dans la zone euro oscille autour de 1,85 % depuis août, ce qui correspond à environ 1,95 % en incluant le tabac, malgré une baisse des prix du pétrole brut. La compensation de l'inflation aux

États-Unis, mesurée par le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans deux ans, est revenue au-dessous de 2,4 %, après 2,5 % fin août. Cela a renforcé la confiance des investisseurs dans la poursuite de la baisse des taux d'intérêt par le Système fédéral de réserve des États-Unis, autre facteur essentiel soutenant l'appétence pour le risque au niveau mondial.

Les perspectives macroéconomiques résilientes renforcent l'opinion de marché selon laquelle les taux directeurs de la BCE demeurent à un niveau approprié. Selon la dernière courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS), les investisseurs ont presque entièrement exclu toute nouvelle baisse des taux en 2025, mais ils intègrent la possibilité d'une nouvelle baisse des taux en 2026, en attribuant une probabilité de 40 % à une nouvelle baisse des taux d'ici la fin 2026. En revanche, le participant médian à l'enquête d'octobre auprès des analystes monétaires anticipe qu'il n'y aura aucune nouvelle baisse des taux en 2025 et considère que le cycle de baisse des taux est terminé, conformément aux dernières enquêtes de Bloomberg et Reuters. Les données disponibles ayant réduit l'incertitude relative à l'effet économique des politiques commerciales américaines, l'incertitude entourant la trajectoire des taux directeurs de la BCE a également diminué.

Le dynamisme du sentiment à l'égard du risque, soutenu par la résilience de l'environnement macroéconomique et par l'optimisme relatif à l'impact de l'intelligence artificielle (IA), s'est reflété sur les marchés d'actions. Les prix des actions dans la zone euro et aux États-Unis ont continué d'augmenter depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, n'affichant qu'un bref creux mi-octobre à la suite du regain des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et des inquiétudes suscitées par certaines banques régionales américaines. Une décomposition des évolutions des marchés boursiers de la zone euro, montre que le redressement observé depuis le début de l'année résulte largement de révisions à la hausse des anticipations de bénéfices, ce qui a plus que compensé l'effet des anticipations d'un léger resserrement de la politique monétaire. Dans le même temps, les performances toujours solides des marchés boursiers suscitent des inquiétudes croissantes quant à d'éventuelles surévaluations sur les marchés financiers, en particulier aux États-Unis. Les mesures de la valorisation standard fondée sur les bénéfices pourraient même sous-estimer une éventuelle surévaluation, dans la mesure où elles ne tiennent pas compte de la forte hausse des dépenses en capital. Si l'optimisme en matière d'IA a donné lieu à des investissements massifs et à une hausse des anticipations de bénéfices futurs, les retours sur investissement tardent à se concrétiser.

La forte hausse des prix des actions s'est accompagnée d'une envolée des prix de l'or, réfutant les corrélations historiques. Celle-ci s'est expliquée dans un premier temps par la diversification des réserves par les banques centrales, notamment sur les marchés émergents. Plus récemment, les investisseurs institutionnels et non professionnels ont suivi le mouvement, et les fonds négociés en bourse (*exchange-traded funds*, ETF) adossés à de l'or ont enregistré des entrées exceptionnellement élevées. Cela pourrait refléter le fait que les investisseurs couvrent des risques liés à une éventuelle

correction des valorisations optimistes des actions ou à un abandon progressif des actifs libellés en dollars comme principale valeur refuge.

Ces évolutions se reflètent également dans la couverture du risque de change par les investisseurs. Depuis les annonces des droits de douane en avril, les flux entrants vers les ETF en actions américaines se sont accompagnés d'une hausse notable de l'activité de couverture, qui s'est récemment atténuée tout en demeurant élevée. Dans le même temps, les évolutions récentes des taux de change vont dans le sens d'un rééquilibrage généralisé au détriment des actifs en dollars. La baisse du dollar en termes effectifs nominaux a pris fin en juillet, et le dollar a globalement peu évolué depuis. De même, l'euro a cessé de s'apprécier et il est également demeuré globalement stable au cours des quatre derniers mois, tant en termes effectifs nominaux que vis-à-vis du dollar. En outre, les données relatives aux prix des options indiquent que les risques pesant sur le niveau du taux de change EUR/USD sont devenus plus équilibrés.

Comme une augmentation des émissions d'obligations était attendue de la part des économies avancées, la courbe au comptant des rendements des OIS de la zone euro s'est pentifiée en 2025 après des années d'inversion, la rapprochant de sa moyenne de long terme. Toutefois, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la tendance à la pentification a marqué le pas. Les marchés de la dette souveraine de la zone euro continuent de fonctionner harmonieusement, soutenus par l'activité des services de gestion de la dette. Dans la zone euro, les fondamentaux spécifiques à chaque pays continuent d'expliquer les variations des rendements souverains. Dans le même temps, les caractéristiques propres aux entreprises constituent les principaux déterminants des variations de la tarification des obligations d'entreprises d'un pays à l'autre, ce qui suggère une intégration du marché des obligations d'entreprises de la zone euro.

Dans l'ensemble, le fort sentiment à l'égard du risque et, dans une moindre mesure, l'affaiblissement du taux de change ont entraîné un assouplissement des conditions financières dans la zone euro. Les conditions financières sont globalement revenues aux niveaux observés trois ans auparavant, peu après le début du cycle de resserrement de la politique monétaire.

S'agissant des marchés monétaires, les discussions relatives à un ralentissement ou un retrait progressif du resserrement quantitatif aux États-Unis et au Royaume-Uni se sont intensifiées, les pics occasionnels des taux du marché repo indiquant des niveaux de réserves moins abondants. Toutefois, la zone euro n'a pas encore constaté d'effet plus large de la baisse des niveaux de liquidités excédentaires. Les taux de repo dans la zone euro ont augmenté progressivement, mais ils restent proches du taux de la facilité de dépôt. Cela s'est également reflété dans le recours limité aux opérations classiques de refinancement de la BCE.

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 a noté que l'évaluation des perspectives d'inflation est globalement inchangée. L'inflation est demeurée proche de la cible de 2 % à moyen terme et évolue globalement comme prévu. L'inflation totale s'est accélérée, atteignant 2,2 % en septembre après 2,0 % en août. Cette hausse reflète une atténuation de la contraction des prix de l'énergie, à -0,4 % après -2,0 % en août, principalement en raison d'un effet de base. L'inflation hors énergie est restée constante, à 2,5 % depuis mai. La hausse des prix des produits alimentaires s'est modérée, revenant à 3,0 % en septembre après 3,2 % en août. L'inflation *core*, c'est-à-dire hors énergie et produits alimentaires, s'est inscrite à 2,4 % après 2,3 %, en raison d'une accélération de la hausse des prix des services de 0,1 point de pourcentage, à 3,2 %. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est demeurée inchangée, à 0,8 %, pour le troisième mois consécutif.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente restent globalement conformes à la cible de 2 % à moyen terme. Tandis que les bénéfices des entreprises se redressent, les coûts de main-d'œuvre devraient continuer de se modérer, grâce à un ralentissement de la croissance des salaires et à une hausse de la productivité. Les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, font état d'une croissance des salaires plus lente sur la fin de 2025 et au premier semestre 2026, conformément aux projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE pour la zone euro.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %. Les dernières enquêtes auprès des prévisionnistes professionnels ont mis en évidence un profil à moyen terme semblable à celui des 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 de septembre.

En ce qui concerne l'environnement extérieur, le taux de change de l'euro a globalement peu évolué vis-à-vis du dollar et en termes effectifs nominaux depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les courbes à terme du pétrole et du gaz sont restées globalement inchangées par rapport aux projections de septembre. Les prix mondiaux des produits alimentaires ont nettement baissé depuis le début de l'année, mais à partir d'un niveau très élevé.

Les derniers indicateurs suggèrent que l'activité économique mondiale est résiliente. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) relatif à la production mondiale hors zone euro est ressorti en moyenne à 53,0 au troisième trimestre, contre 51,4 au deuxième trimestre, soutenu en particulier par le secteur des services. L'indice des directeurs d'achat relatif au secteur manufacturier a également

augmenté en moyenne au troisième trimestre, mais la production manufacturière a affiché une certaine volatilité, les entreprises traitant les stocks constitués plus tôt dans l'année en prévision d'une hausse des droits de douane. La croissance du commerce mondial devrait se ralentir à court terme.

La croissance de l'économie de la zone euro a atteint 0,2 % au troisième trimestre, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. L'indice composite des directeurs d'achat est ressorti en moyenne à 51,0 au troisième trimestre, contre 50,4 au deuxième trimestre. Pour octobre, l'indice composite rapide des directeurs d'achat a atteint 52,2, après 51,2 en septembre, sous l'effet de la composante services, qui est passée de 51,3 en septembre à 52,6. Le secteur des services a poursuivi sa croissance, stimulé par le dynamisme du tourisme et, en particulier, par le redressement des services numériques. L'enquête téléphonique auprès des entreprises a montré que de nombreuses entreprises intensifient leurs efforts pour moderniser leurs infrastructures informatiques et intégrer l'IA dans leurs opérations. Dans le même temps, le secteur manufacturier a été freiné par la hausse des droits de douane, l'incertitude toujours élevée et la vigueur de l'euro. L'indice des directeurs d'achat relatif au secteur manufacturier, ressortant à 50,0 en octobre après 49,8 en septembre, indique une stagnation.

Le taux de chômage s'est établi à 6,3 % en septembre, un niveau proche de son point bas historique. En octobre, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi est revenu à son niveau du mois d'août de 50,8, après 49,7 en septembre, reflétant une hausse de l'emploi dans le secteur des services. Toutefois, l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier s'est encore contracté en octobre. Si la tendance affichée par les publications d'offres d'emplois sur Indeed indique un ralentissement de la demande de main-d'œuvre au cours des derniers mois, des signes de stabilisation sont apparus dans les chiffres de septembre.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de septembre prévoyaient un léger durcissement de l'orientation budgétaire en 2025 et un léger assouplissement en 2026. Les plans budgétaires nationaux pour 2026 ont été récemment soumis par la plupart des pays de la zone euro. Une évaluation complète réalisée par les services de l'Eurosystème sera présentée dans les projections de décembre.

L'économie devrait bénéficier de la hausse des dépenses des consommateurs liée à l'augmentation des revenus réels. Les ménages continuent d'épargner une part inhabituellement élevée de leurs revenus : au deuxième trimestre, le taux d'épargne s'est établi à 15,5 %, un niveau nettement supérieur à la moyenne de 13,0 % enregistrée avant la pandémie. Ces dernières années, cette évolution a été en particulier alimentée par la hausse des revenus, par l'incitation à reconstituer un patrimoine en termes réels après l'érosion intervenue lors de la période de forte inflation et par le niveau plus élevé des taux d'intérêt. Au fil du temps, le redressement de la situation financière des ménages, la baisse des taux d'intérêt et la réduction de l'incertitude devraient donner aux ménages une plus grande marge de manœuvre pour réduire leur épargne et continuer à accroître leurs dépenses. L'investissement devrait être soutenu par d'importantes dépenses publiques en matière d'infrastructure et de défense, ainsi que par les baisses de taux d'intérêt passées de la BCE.

En revanche, l'environnement international devrait demeurer un frein. Les exportations de biens de la zone euro ont inversé l'anticipation des expéditions observée au premier trimestre, se contractant de 3,1 % en glissement sur trois mois en août. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier a continué de signaler une contraction, ressortant à 49,0 en octobre après 48,7 en septembre, indiquant de nouvelles baisses. L'incidence totale de la hausse des droits de douane sur les exportations de la zone euro et sur l'investissement manufacturier ne deviendra visible qu'au fil du temps. Les dernières enquêtes font état de perspectives de croissance à moyen terme globalement conformes aux projections macroéconomiques de septembre.

Les taux de marché sont restés globalement inchangés depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les baisses antérieures des taux d'intérêt de la BCE ont continué de faire diminuer les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises, qui s'étaient établis en moyenne à 3,5 % en août. Dans le même temps, le coût pour les entreprises du financement par endettement de marché est resté constant en août (à 3,5 % également), les rendements à plus long terme sur la base desquels ce type d'endettement est évalué étant relativement stables. De la même manière, le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires n'a pratiquement pas varié depuis le début de l'année et s'est élevé à 3,3 % en août.

La croissance de la masse monétaire, mesurée par M3, s'est ralentie, revenant à 2,8 % en septembre après 2,9 % en août, 3,3 % en juillet et une moyenne de 3,8 % au premier semestre de l'année. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a légèrement diminué, revenant à 2,9 % en septembre après 3,0 % en août. Les émissions d'obligations d'entreprises se sont également ralenties, revenant de 3,5 % à 3,3 % en rythme annuel. D'après la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont modérément durcis au troisième trimestre, les banques s'inquiétant davantage des risques auxquels leurs clients sont confrontés. La demande de crédit des entreprises a légèrement augmenté. La dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement est globalement cohérente avec l'enquête sur la distribution du crédit bancaire : les entreprises font état de peu de changements s'agissant de la disponibilité des prêts bancaires ou des besoins de financement, et indiquent une légère hausse nette des taux d'intérêt appliqués aux prêts bancaires ainsi qu'un léger durcissement net des autres conditions de prêt. En ce qui concerne le crédit aux ménages, la croissance des prêts hypothécaires s'est accélérée, ressortant à 2,6 % en septembre, après 2,5 % en août, en raison d'une nouvelle hausse de la demande et de critères d'octroi inchangés au troisième trimestre.

Considérations de politique monétaire et options possibles

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. Les données reçues depuis la réunion de septembre sont

globalement conformes aux projections de référence de septembre et il n'y a pas eu de changement majeur dans la répartition des risques. Dans ce contexte, il demeure fortement préférable d'attendre des données supplémentaires. L'évaluation complète de décembre permettra une analyse plus approfondie de l'orientation appropriée de la politique monétaire. Outre l'évolution du scénario de base des perspectives d'inflation, des modifications de la répartition des risques auraient également leur importance pour les décisions du Conseil des gouverneurs en matière de taux : une augmentation de la probabilité ou de l'intensité des facteurs de risque baissiers renforcerait l'argument selon lequel un taux directeur légèrement plus bas pourrait mieux protéger la cible d'inflation à moyen terme ; au contraire, une augmentation de la probabilité ou de l'intensité des facteurs de risque haussiers irait dans le sens du maintien du taux directeur à son niveau actuel à court terme.

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. En ce qui concerne l'environnement économique extérieur, les données disponibles depuis la réunion de politique monétaire de septembre sont globalement conformes au scénario de base examiné lors de cette réunion, avec toutefois des résultats récents légèrement plus élevés qu'attendu, en particulier aux États-Unis. Le commerce mondial et l'activité économique ont donc continué de mieux résister qu'anticipé plus tôt dans l'année, ce qui corrobore l'idée selon laquelle les droits de douane et l'incertitude persistante autour des échanges commerciaux ont eu jusqu'à présent un effet modérateur moins prononcé qu'on ne l'avait craint. Dans ce contexte, il a été noté que le Fonds monétaire international a récemment relevé ses prévisions relatives à la croissance économique mondiale. Dans le même temps, cette résilience et la dynamique récente ne doivent pas masquer le fait que la croissance de l'activité économique mondiale devrait rester sensiblement plus faible en 2025 qu'en 2024 si l'on considère les variations d'un quatrième trimestre à l'autre, et que seule une partie de ce ralentissement devrait s'inverser courant 2026. S'agissant des évolutions intra-annuelles en 2025, l'anticipation par les entreprises qui s'est produite au premier semestre, concernant notamment les échanges commerciaux, s'est partiellement inversée au second semestre. Il en résultera probablement une baisse des taux de croissance mondiaux au cours de l'année 2025, ce qui aura des répercussions sur les échanges commerciaux et l'activité économique dans la zone euro.

La résilience de l'activité économique mondiale est principalement soutenue par une croissance robuste dans les services et, dans une moindre mesure, par une reprise modeste dans le secteur manufacturier. Cela suggère que l'économie mondiale s'ajuste dans une certaine mesure aux défis

actuels, en particulier les tensions commerciales en cours et les incertitudes géopolitiques persistantes, même si l'écart de performance entre les services et le secteur manufacturier devrait persister. La baisse des prix du pétrole et du gaz par rapport au début d'année soutient également l'économie mondiale et devrait, au fil du temps, améliorer les termes de l'échange et les exportations de la zone euro.

Les évolutions économiques en Chine et leurs implications pour la zone euro ont été évoquées. Il a été avancé que la Chine s'appuie toujours sur un modèle de croissance tourné vers les exportations, la baisse des prix à l'exportation et la faiblesse du renminbi soutenant sa compétitivité. Plus particulièrement, les volumes d'exportations de la Chine vers la zone euro ont augmenté de plus de 10 % au cours des six derniers mois et les prix unitaires ont diminué. Si une partie de cette évolution peut s'expliquer par la forte dépréciation du renminbi, les exportations chinoises se sont également réorientées au détriment des États-Unis, en particulier vers les pays de l'ASEAN, mais également vers la zone euro. Il a été indiqué que malgré les efforts des autorités chinoises, le rééquilibrage de l'activité de la Chine vers la demande intérieure demeure limité. Dans ce contexte, des inquiétudes ont été exprimées concernant le marché immobilier du pays, dont l'ajustement n'est pas encore terminé, et le niveau de dette privée, dont une grande partie est détenue par des entreprises publiques (ce qui en fait une dette quasi-publique).

L'économie américaine semble avoir mieux résisté qu'attendu précédemment, les prévisions de croissance de Consensus Economics pour 2025 et 2026 étant revenues à leurs niveaux d'avant les premières annonces relatives aux droits de douane en avril. Toutefois, des inquiétudes ont été exprimées quant aux risques pesant sur la stabilité financière aux États-Unis et à la situation budgétaire du pays. Il a été suggéré que ces facteurs pourraient entraîner une nouvelle dépréciation du dollar par rapport à l'euro. Néanmoins, il a également été noté que le dollar est resté globalement stable au cours des quatre derniers mois et que les inversions de risque suggèrent que les risques pesant sur le niveau du taux de change de l'euro sont plus équilibrés que lors de la réunion précédente.

Un sujet récurrent tout au long de la discussion a été l'incertitude persistante concernant l'environnement extérieur. Si les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont progressé, les risques d'aggravation des tensions commerciales et de perturbations de la chaîne d'approvisionnement, notamment du fait de l'escalade des droits de douane, des restrictions à l'exportation de matières premières essentielles et de tensions géopolitiques, continuent d'être considérés comme importants. Il a cependant été souligné que l'indice d'incertitude de la politique commerciale mondiale (*Global Trade Policy Uncertainty Index*) de Bloomberg Economics est revenu à son niveau de janvier 2025. Toutefois, de récents différends au sujet des intrants essentiels utilisés dans les processus de production pourraient mener à des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. S'agissant des terres rares, il a été avancé qu'elles constituent un bon exemple

de facteur de production de type Leontief, la production pouvant être limitée par l'intrant le plus rare. Cela pourrait être particulièrement pertinent et préoccupant pour l'industrie automobile européenne.

S'agissant de l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les données disponibles depuis la dernière réunion ont largement validé le scénario de base des projections de septembre en termes de résultats chiffrés et de narratif. Même si l'on a observé des signaux contrastés – certains positifs et d'autres négatifs –, peu d'éléments sont susceptibles de modifier notablement l'évaluation des perspectives économiques. L'économie a globalement été considérée comme montrant des signes de plus grande résilience que prévu précédemment, même si sa croissance reste modeste et si elle fonctionne actuellement à un niveau inférieur à son potentiel.

Selon l'estimation rapide préliminaire publiée par Eurostat le deuxième jour de la réunion, l'économie a enregistré une croissance de 0,2 % au troisième trimestre 2025. Ce résultat est légèrement plus élevé que prévu et a été anticipé dans une certaine mesure lors de la discussion sur les conditions macroéconomiques, en raison des surprises positives signalées dans un certain nombre de grandes économies de la zone euro. Les données d'enquêtes récentes montrent également quelques surprises positives. En particulier, les enquêtes PMI récentes font état d'une amélioration généralisée, suggérant une accélération de la dynamique de croissance. L'indice PMI composite a augmenté pour s'établir à 52,2 en octobre, soit une hausse de 2,1 points depuis mai, sous l'effet de l'activité dans les services. La dernière amélioration concerne la plupart des économies de la zone euro, y compris la plus importante, pour laquelle l'indice composite des directeurs d'achat a atteint un niveau de 53,8, son plus haut point depuis le printemps 2023. Récemment, une reprise de l'investissement immobilier résidentiel et des signes plus concrets de soutien budgétaire ont été observés, en particulier en ce qui concerne les dépenses en matière de défense et d'infrastructure dans la plus grande économie de la zone euro.

En revanche, il a été avancé qu'une partie de l'optimisme antérieur relatif au secteur manufacturier n'a pas été confirmée par la publication d'août relative à la production industrielle, laquelle signale une baisse de la production de biens d'équipement et de biens de consommation durables. Cela signifie qu'en août, la production industrielle a chuté à son plus bas niveau depuis janvier 2025, demeurant inférieure d'environ 4 % à son niveau de juin 2023. Plus généralement, il a été noté que l'économie de la zone euro a durablement sous-performé par rapport aux projections au cours des dernières années. Cela a été illustré par les écarts cumulés à deux ans entre le PIB en volume réalisé, la consommation privée et l'investissement des entreprises à la fin du deuxième trimestre 2025 et les projections macroéconomiques correspondantes établies deux ans auparavant. Ces écarts sont particulièrement importants si l'on considère que les taux d'intérêt ont également baissé plus rapidement qu'attendu dans ces projections.

D'une manière générale, la demande intérieure a surpris à la hausse récemment, mais les évolutions dans le secteur extérieur ont été plus défavorables que prévu. Dans ce contexte, la croissance du secteur des services s'est poursuivie, soutenue par le dynamisme du tourisme et, en particulier, par le redressement des services numériques. D'après les enquêtes, cette reprise illustre les efforts de nombreuses entreprises pour moderniser leur infrastructure informatique et intégrer l'IA à leurs activités. Parallèlement, l'activité dans le secteur manufacturier est restée plus modérée et a été freinée par la hausse des droits de douane, l'incertitude toujours élevée et la vigueur de l'euro, autant d'éléments qui constituent des obstacles pour les exportateurs. En particulier, l'industrie lourde et le secteur pharmaceutique dans certaines régions de la zone euro auraient subi des difficultés importantes. Il a également été observé que l'Europe perd en compétitivité par rapport à la Chine, et bien qu'une partie de cette perte soit liée au taux de change, elle s'inscrit également dans une tendance de plus long terme.

La divergence entre demande intérieure et demande extérieure devrait persister à court terme, car l'environnement mondial restera probablement un frein en raison des défis posés par les frictions commerciales au niveau mondial et les tensions géopolitiques. Les exportations de biens ont diminué de mars à août, ce qui a annulé l'anticipation des échanges internationaux observée précédemment en vue des récentes hausses des droits de douane. Les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier ont signalé des baisses supplémentaires. En outre, même si certains effets résultant de la hausse des droits de douane sont déjà visibles, en particulier concernant les taux de change (où une réaction rapide serait normalement attendue), l'incidence globale sur les exportations de la zone euro et les investissements dans le secteur manufacturier, à la fois en termes de volumes et de prix, n'apparaîtrait qu'avec le temps. L'évolution des échanges commerciaux nets devrait donc continuer de poser des défis. Dans le même temps, l'économie de la zone euro a affiché des résultats mitigés en matière d'exportations, y compris dans les services, qui ne sont pas directement affectés par les droits de douane. Par exemple, certaines très bonnes entreprises européennes opérant dans les secteurs de l'IA et des technologies de l'information pourraient déjà bénéficier de la forte augmentation de l'activité mondiale et de la demande internationale dans ces domaines. Les exportations de la zone euro incluent également certains biens spécifiques, tels que les avions Airbus, qui confèrent à l'Europe une position favorable dans ce secteur particulier. Néanmoins, la capacité de croissance de la zone euro au cours des prochaines années devrait provenir principalement d'une demande intérieure soutenue.

En particulier, l'économie devrait davantage bénéficier des dépenses de consommation grâce à la hausse des revenus réels. Toutefois, la croissance de la consommation agrégée est restée relativement modeste jusqu'à présent. L'évolution de l'épargne des ménages en a constitué un facteur clé. Les ménages ont continué d'épargner une part inhabituellement importante de leurs revenus et le taux d'épargne des ménages est nettement supérieur aux niveaux d'avant la pandémie. Malgré les anticipations précédentes, le taux d'épargne n'a pas encore baissé. Plusieurs explications possibles

ont été avancées à cet égard, incluant le désir de reconstituer le patrimoine en termes réels après son érosion pendant la période de forte inflation, les taux d'intérêt précédemment plus élevés, les anticipations d'une hausse des impôts et d'une baisse des dépenses sociales afin de financer les dépenses de défense supplémentaires, l'impact des incertitudes mondiales sur la confiance des consommateurs et le ralentissement sur les marchés du travail dans certains pays. Si la persistance de taux d'épargne élevés a freiné la consommation, elle a également donné aux ménages une plus grande marge de manœuvre pour de nouveau augmenter leurs dépenses si la confiance des consommateurs continuait de se redresser progressivement, comme le suggèrent de récentes données d'enquêtes, ou si d'autres facteurs à l'origine des taux d'épargne élevés venaient à s'estomper. Compte tenu de la croissance continue des revenus du travail, il a ainsi été avancé que les conditions étaient réunies pour une croissance soutenue de la consommation des ménages. Toutefois, la modération de la demande de main-d'œuvre et le ralentissement de la croissance des salaires ont pesé sur les perspectives relatives à la consommation.

Si l'investissement des entreprises a été relativement faible au cours des derniers trimestres, une première lecture des chiffres de la croissance au troisième trimestre semble suggérer une augmentation de l'investissement. Pour l'avenir, l'investissement devrait être soutenu par les réductions passées des taux d'intérêt et les fortes dépenses publiques dans les infrastructures et la défense. Il devrait probablement également être soutenu par les investissements numériques, les entreprises investissant dans les nouvelles technologies, telles que l'IA. Ils devraient également produire des bénéfices macroéconomiques et des gains de productivité plus larges, susceptibles d'entraîner un choc d'offre positif important à l'avenir, même si cela reste très incertain. Dans ce contexte, une distinction a été faite entre l'investissement en actifs corporels et l'investissement en actifs incorporels. Le taux de croissance récent de l'investissement dans les actifs incorporels mérite d'être souligné, tandis que l'investissement dans les actifs corporels a diminué ces deux dernières années. Toutefois, l'investissement incorporel ne représente toujours qu'une part relativement faible de l'investissement total des entreprises et accuse un retard par rapport à l'investissement équivalent aux États-Unis, en termes à la fois d'ampleur et de taux de croissance. Cela pourrait s'expliquer en partie par la plus grande dépendance à l'égard du financement bancaire dans la zone euro et par la difficulté accrue d'obtenir des financements bancaires pour des actifs incorporels, qui présentent généralement un taux de dépréciation plus élevé que les actifs corporels et dont la valeur de revente est incertaine. Par conséquent, les entreprises européennes ont souvent dû épargner et utiliser leurs capitaux propres pour pouvoir investir dans des actifs incorporels. Toutefois, l'investissement numérique en Europe a également été freiné par des infrastructures numériques inadaptées dans de nombreux pays, ce à quoi les gouvernements doivent remédier.

L'augmentation de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, soutenue par des conditions financières plus souples, a été considérée comme un autre facteur susceptible de soutenir davantage la reprise. Dans le même temps, si les hausses des prix des logements au niveau agrégé de la zone

euro sont restées modérées, elles masquent des augmentations importantes et potentiellement préoccupantes dans certains pays au cours de l'année écoulée. Cela a suscité des préoccupations quant au risque de fortes corrections sur certains marchés immobiliers locaux.

Le marché du travail continue de faire preuve de résilience. Le taux de chômage, qui est ressorti à 6,3 % en septembre, est resté à un niveau proche de son point bas historique, même si la demande de main-d'œuvre s'est atténuée. Dans le même temps, le maintien de sureffectifs a diminué et la productivité s'est améliorée. Néanmoins, compte tenu de la dynamique persistante sur le marché du travail, le ralentissement de la demande de main-d'œuvre a été considéré comme potentiellement préoccupant et a justifié un suivi attentif afin de garantir qu'il ne s'installe pas durablement. Les avancées en matière d'IA pourraient également avoir des répercussions sur le marché du travail, et il a été noté que certaines entreprises avaient commencé à annoncer des réductions de leurs effectifs en prévision des gains de productivité liés à l'IA.

S'agissant des perspectives budgétaires, des informations plus concrètes sur les plans des gouvernements pour l'année prochaine deviennent disponibles et les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème bénéficieront de l'expertise des banques centrales nationales. Les dépenses de défense devant être portées de 2 % à 3,5 % du PIB conformément aux nouveaux engagements pris auprès de l'OTAN, il a été suggéré qu'au fil du temps, la politique budgétaire pourrait être plus expansionniste que ne le reflète actuellement la baisse du déficit primaire corrigé du cycle. En outre, les multiplicateurs budgétaires pourraient être plus élevés si une part plus importante des dépenses de défense était dirigée vers les fournisseurs européens. Il a été avancé qu'un autre risque à la hausse pour la croissance résultant de la politique budgétaire était lié aux hypothèses prudentes qui sous-tendent les perspectives de référence relatives à la politique budgétaire pour la plus grande économie de la zone euro, car son gouvernement pourrait anticiper les dépenses publiques davantage que prévu dans les projections. D'autre part, le programme *Next Generation EU* (NGEU) arrivant à son terme, les montants non dépensés des subventions au titre du NGEU pourraient entraîner une politique budgétaire plus restrictive que prévu actuellement. Plus généralement, des préoccupations ont été exprimées quant à la capacité potentielle de la politique budgétaire à remédier aux faiblesses structurelles.

Dans ce contexte, les membres ont souligné que les politiques budgétaires et structurelles devraient stimuler la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance. Une mise en œuvre rapide du plan d'action pour la compétitivité de la Commission européenne est essentielle. Il appartient aux gouvernements de privilégier les réformes structurelles et les investissements stratégiques favorables à la croissance tout en assurant la soutenabilité des finances publiques. Il est également vital de favoriser la poursuite de l'intégration des marchés de capitaux en achevant l'union pour l'épargne et l'investissement et l'union bancaire selon un calendrier ambitieux, et de rapidement adopter le règlement établissant un euro numérique. Compte tenu du besoin urgent de renforcer la zone euro et son économie dans l'environnement géopolitique actuel, les membres du Conseil ont salué la

réaffirmation de cette ambition lors du Sommet de la zone euro qui s'est tenu la semaine précédant la réunion du Conseil des gouverneurs.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que l'accord commercial conclu entre l'UE et les États-Unis pendant l'été, le cessez-le-feu annoncé récemment au Moyen-Orient et l'indication, le deuxième jour de la réunion du Conseil des gouverneurs, d'avancées dans les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine ont atténué certains risques à la baisse pesant sur la croissance économique. Cela étant, l'environnement commercial mondial toujours volatil pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire davantage les exportations et peser sur la consommation et l'investissement. 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, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. En revanche, une augmentation plus importante que prévu 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 pourrait stimuler l'investissement privé. Une diminution des tensions géopolitiques persistantes, 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 largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation est restée proche de la cible de 2 % à moyen terme. L'inflation totale a augmenté pour s'établir à 2,2 % en septembre, après 2,0 % en août, principalement sous l'effet d'un recul moins prononcé qu'auparavant des prix de l'énergie. Cela a tout de même constitué une légère surprise à la hausse. Néanmoins, lors de l'évaluation des données disponibles depuis la dernière réunion, les perspectives d'inflation globales ont été jugées comme restant globalement conformes au scénario de base des projections de septembre établies par les services de la BCE, avec la persistance de risques en sens opposés. Les membres du Conseil ont examiné dans quelle mesure la faiblesse de la demande intérieure était à l'origine du recul prévu de l'inflation en 2026. Toutefois, il a été souligné que les facteurs externes, tels que les évolutions des taux de change et des prix de l'énergie, ainsi que les politiques commerciales, en constituaient les principaux déterminants. Il a également été observé que la hausse plus forte que prévu des prix de l'immobilier, bien que non prise en compte par les mesures de l'inflation fournies par Eurostat, a exercé une pression sur ces mesures, y compris pour les logements occupés par leurs propriétaires. En particulier, selon la méthode des prix d'acquisition, l'inflation mesurée par l'IPCH, incluant les logements occupés par leurs propriétaires, aurait été supérieure de 0,1 et 0,2 point de pourcentage au premier et au deuxième trimestre 2025 respectivement.

La hausse des prix de l'énergie est restée en territoire négatif, mais est passée de – 2,0 % en août à – 0,4 % en septembre, ce qui pourrait être largement attribué à des effets de base. Les tendances des prix de l'énergie dans la zone euro sont restées sensibles aux chocs externes, y compris ceux

émanant des tensions commerciales actuelles, du contexte géopolitique mondial incertain et des contraintes d'approvisionnement.

Il a été longuement débattu de la hausse des prix des produits alimentaires, qui s'est établie à 3,0 % en septembre, après 3,2 % en août. Cette discussion a résulté non seulement du taux d'inflation légèrement élevé observé pour les produits alimentaires au cours des deux dernières années, mais aussi de l'importance de ces produits dans le panier de consommation, qui leur confère une visibilité particulière se reflétant dans les perceptions et les anticipations des ménages en matière d'inflation. Des préoccupations ont été exprimées quant au taux d'inflation toujours élevé pour les prix des produits alimentaires, aux indications d'une reprise du *momentum* et à l'impact potentiellement croissant de la crise climatique et environnementale. Dans le même temps, il a été noté qu'il existait un lien relativement fiable entre les prix mondiaux des produits alimentaires et la hausse des prix de ces produits. Les prix mondiaux de ces produits ont fortement diminué par rapport aux niveaux observés début 2025, même s'ils restent relativement élevés. Cela conforte les anticipations selon lesquelles la baisse des prix mondiaux des matières premières alimentaires entraînerait un ralentissement de la hausse des prix des produits alimentaires, même s'il a été souligné que cela pourrait mettre du temps à se matérialiser pleinement.

L'inflation *core* s'est établie à 2,4 % en septembre, après 2,3 % en août, sous l'effet d'une légère accélération de l'inflation dans les services. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques est restée relativement modérée à 0,8 % en septembre pour le troisième mois consécutif. Il a toutefois été noté que les derniers résultats étaient plus élevés que prévu précédemment et que l'on observait des signes d'accélération du *momentum* dans certains pays. Pour l'avenir, des facteurs à la hausse et à la baisse ont été identifiés concernant l'augmentation des prix des biens. L'appréciation de l'euro, associée à la baisse des prix des intrants et à la réorientation des échanges commerciaux au détriment de la Chine, devrait exercer une pression à la baisse. Dans le même temps, des données récentes semblent avoir atténué ces préoccupations. En outre, il a été avancé que les biens intermédiaires représentaient la majeure partie des importations en provenance de Chine, plutôt que les biens de consommation, et que leur répercussion sur la hausse des prix à la consommation était incertaine. Dans l'autre sens, des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, y compris d'éventuelles restrictions sur des matières premières critiques telles que les terres rares, pourraient exercer des pressions à la hausse.

L'inflation dans les services a légèrement augmenté pour s'établir à 3,2 % en septembre, après 3,1 % en août, affichant une certaine persistance récemment. Il a été noté que les salaires jouaient un rôle important dans la hausse des prix des services et que la croissance des salaires avait également affiché une certaine persistance au premier semestre 2025. Il existe donc un risque que l'inflation dans les services ne baisse pas aussi rapidement que prévu. Toutefois, si l'inflation dans les services peut sembler rigide, la stagnation actuelle était anticipée et le renchérissement des services s'est déjà nettement atténué par rapport aux niveaux de 2024, un nouveau recul étant probable début 2026. En

outre, l'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE signale un fort ralentissement de la croissance des salaires au second semestre 2025 et une amélioration attendue de la productivité.

Plus précisément, en ce qui concerne l'évolution des salaires, le taux de croissance annuel de la rémunération par tête a affiché une plus grande persistance que prévu au deuxième trimestre 2025. Dans le même temps, la croissance en rythme annuel des salaires négociés a nettement décéléré ces derniers mois, et des indicateurs plus prospectifs, tels que le suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, suggèrent une nouvelle modération de la croissance des salaires pendant le reste de l'année 2025 et au premier semestre 2026.

Les bénéfices des entreprises (mesurés par l'excédent brut d'exploitation) et les bénéfices par unité produite ont récemment recommencé à augmenter. Cette évolution a été considérée positive, comme pouvant soutenir les entreprises dans le financement de leurs plans d'investissement. En outre, il a été avancé que le redressement des bénéfices suggérait que les conditions de la demande étaient suffisamment solides pour permettre aux entreprises de reconstituer leurs marges, comme le reflète également une hausse plus marquée des prix de vente, selon la sous-composante pertinente de l'indice PMI et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*).

Concernant les anticipations d'inflation, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme sont demeurées autour de 2 %. Sur les horizons à plus court terme, les anticipations des prévisionnistes macroéconomiques professionnels et les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché continuent d'indiquer une baisse de l'inflation, qui devrait demeurer légèrement inférieure à la cible à court terme, mais elles sont conformes aux projections de septembre des services de la BCE. Les anticipations d'inflation des entreprises sont restées stables, la balance des risques continuant d'être orientée à la hausse. En effet, les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises se sont établies au-dessus de 2 % et, concernant la moyenne des anticipations des consommateurs, qui permet de mieux saisir la queue de la distribution, une augmentation tendancielle a été observée à la fois pour l'horizon à trois ans et pour l'horizon à cinq ans. Dans le même temps, il a été avancé que la médiane des anticipations d'inflation des consommateurs pourrait être plus informative et que, plus généralement, il était plus pertinent d'analyser le taux de variation des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises plutôt que leur niveau effectif.

Les membres du Conseil ont également examiné le rôle joué par les prix des produits alimentaires dans la perception qu'ont les ménages de l'inflation passée et dans leurs anticipations d'inflation future. La hausse des prix des produits alimentaires a été qualifiée d'inflation « *loud* » (bruyante), car elle a un impact plus important sur les plus modestes, est très visible pour les ménages et devient souvent un sujet politique pertinent. Une question méritant un examen plus approfondi a été l'importance relative de la hausse des prix des produits alimentaires par rapport au niveau de ces prix.

Alors que les banquiers centraux sont généralement des cibles d'inflation, ayant tendance à considérer les chocs de prix comme appartenant au passé, il a été noté que la psychologie des ménages s'apparentait davantage à celle de cibles du niveau des prix, attentifs au niveau des prix actuels par rapport à l'histoire récente. Cela a eu des conséquences importantes. Premièrement, même si les augmentations cumulées des salaires depuis début 2022 ont plus ou moins rattrapé la hausse du niveau des prix, les consommateurs pourraient ne pas le percevoir. Deuxièmement, il est également important de savoir comment les hausses persistantes des prix des produits alimentaires passées continueront d'affecter les perceptions et les anticipations d'inflation des ménages. Enfin, si le niveau des prix des produits alimentaires avait une incidence significative sur les anticipations d'inflation des consommateurs, il serait plus compliqué d'évaluer les perspectives, compte tenu de la difficulté à prévoir les prix agricoles internationaux. Dans le même temps, la perception par les ménages d'une inflation élevée en raison de la forte hausse des prix des produits alimentaires n'a d'incidence sur la dynamique de l'inflation que si elle se traduit par des revendications salariales plus élevées, ce qui ne semble pas avoir été le cas jusqu'à présent.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les perspectives d'inflation restaient 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. Une hausse de la volatilité et de l'aversion au risque sur les marchés financiers pourrait peser sur la demande intérieure et ainsi faire reculer l'inflation. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse, réduisait l'offre de matières premières critiques 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 attiser l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique et naturelle pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

Les membres du Conseil ont également examiné les perspectives stratégiques sur la manière de mettre en balance les données quantitatives avec les projections soumises à des incertitudes. D'une part, dans le contexte actuel, il existe des incertitudes liées aux augmentations prévues de la consommation, de l'investissement et dans la construction, que les données quantitatives ne reflétaient pas encore pleinement. D'autre part, des incertitudes entourent les projections relatives au ralentissement de la croissance des salaires et au recul de la hausse des prix des services et des produits alimentaires. À cet égard, il convient toujours de trouver un équilibre entre se baser sur des projections et attendre des données quantitatives. Trouver cet équilibre est complexe, mais il a été

observé que les projections concernant l'activité et l'inflation étaient relativement précises ces dernières années.

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 du marché sont restés globalement inchangés pour l'ensemble des échéances depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. L'incertitude entourant la trajectoire future de la politique monétaire, telle qu'elle se reflète dans les prix fixés sur le marché, a diminué. Cela pourrait être attribué à la résilience de l'économie et à la stabilisation de l'inflation en dépit des chocs géopolitiques. Les prix fixés sur les marchés ont attribué une probabilité nulle à une réduction de taux lors de la réunion de politique monétaire d'octobre et d'environ 40 % seulement à une réduction supplémentaire d'ici fin 2026. L'anticipation médiane des participants aux enquêtes implique désormais que la prochaine modification des taux d'intérêt sera une hausse plutôt qu'une baisse.

Les rendements des emprunts publics à long terme de la zone euro sont restés globalement inchangés depuis la dernière réunion. Toutefois, ils ont suivi une tendance à la hausse au cours de l'année 2025 malgré l'assouplissement de la politique monétaire pendant cette période. Cela peut être attribué à l'incertitude mondiale et à la politique budgétaire. Les déficits importants et l'augmentation de la dette souveraine font peser un risque à moyen terme. Il a également été suggéré que l'évolution du sentiment pouvait signifier que les flux financiers pourraient commencer à trouver des voies pour se réorienter vers les États-Unis, y compris via les *stablecoins* (qui constitueraient un mécanisme permettant de diriger les flux financiers de détail vers l'économie américaine). Dans ce contexte, il a également été avancé que des risques extrêmes pourraient provenir de la partie très longue de la courbe des rendements, même si les inquiétudes relatives au scénario de base résultant de la hausse récente de ces rendements étaient limitées. En particulier, cette partie du marché est moins liquide et plus sensible aux variations des anticipations relatives aux taux d'intérêt, et des évolutions marquées pourraient entraîner une réévaluation de l'ensemble de la courbe. Plus généralement, la dette publique aux États-Unis étant de plus en plus financée par les *hedge funds*, y compris via les marchés repo, il existe un risque de procyclicité qui pourrait constituer une menace pour la liquidité et le bon fonctionnement des marchés de la dette publique et des marchés repo associés en période de tensions. Dans le même temps, il a été observé que les opérations d'arbitrage (*basis trade*) ne jouaient pas le même rôle dans la zone euro qu'aux États-Unis. Néanmoins, la BCE suit très attentivement le rôle des *hedge funds* sur le marché des obligations d'État.

Des risques émanent également des marchés financiers au sens large, comme l'explique en détail le dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde publié par le FMI, même si ces risques pour la stabilité financière résultent principalement d'éventuelles répercussions provenant des États-Unis plutôt que d'un risque auto-généré émergeant de la zone euro. Aux États-Unis, les marchés financiers ont continué de se redresser grâce à la plus grande résilience de l'économie tant américaine que mondiale, mais ont affiché des signes d'exubérance, les valorisations des actifs semblant tendues

dans certains secteurs. Les valorisations des actions américaines sont restées particulièrement élevées et susceptibles d'une correction. L'indicateur Buffett, une mesure de la capitalisation boursière totale du marché des actions américain par rapport au PIB, s'est établi à 220 % environ, contre 140 % environ lors de son pic précédent en 2000 et 60 % à la suite de la crise financière mondiale. Les ratios cours/bénéfices sont très élevés dans certains secteurs américains et ont plus que doublé au cours des deux dernières années pour les actions des « Sept Magnifiques ». Si les valorisations élevées, même comparées à celles observées lors de la bulle Internet (*dotcom boom*), peuvent au moins en partie reposer sur la solidité des bénéfices attendus et les gains de productivité potentiels importants liés à l'IA, les ratios cours/bénéfices anticipés de nombreuses entreprises technologiques s'établissent entre 35 et 40. Cela pourrait être considéré comme non soutenable, à moins que le taux de croissance potentiel de l'économie américaine n'augmente ou que l'IA ne réduise l'emploi et la masse salariale. En outre, même si les investissements importants dans l'IA sont pleinement justifiés d'un point de vue macroéconomique, cela ne signifie pas nécessairement que les investisseurs seront en mesure d'en tirer des revenus suffisants et de recevoir les rendements escomptés, compte tenu de la forte concurrence entre les différents acteurs du secteur. Cela contraste avec les évolutions passées dans le secteur technologique, où des quasi-monopoles ont rapidement émergé dans différents domaines. La présence importante des investisseurs individuels sur le marché a également été jugée préoccupante, en raison de la propension de ces investisseurs à consulter les évaluations mensuelles de la valeur liquidative et à investir davantage sur le marché à mesure que les valorisations augmentent, faisant encore augmenter les prix des actions. Dans l'ensemble, une correction importante sur le marché américain pourrait peser lourdement sur la consommation et la croissance aux États-Unis, avec des retombées mondiales probablement importantes, y compris dans la zone euro.

Les risques croissants pour la stabilité financière provenant des marchés privés américains ont constitué une autre source de préoccupation. Les sociétés de capital-investissement commencent à rencontrer des difficultés pour céder leurs actifs aux prix indiqués dans leurs portefeuilles, signalant une survalorisation et des problèmes potentiels de liquidité à l'avenir. Il existe également d'importantes interconnexions entre les sociétés de capital-investissement et les sociétés d'assurance, et même avec les banques. Des tensions croissantes ont été observées sur les marchés des emprunts privés, et les banques américaines sont fortement exposées au crédit privé au regard à la fois du total de leurs actifs et de leurs fonds propres, l'opacité de ces marchés impliquant une possible sous-estimation des risques réels. En outre, il est probable que le crédit privé finance une part importante des investissements dans l'IA, signifiant que toute réévaluation de son potentiel économique pourrait avoir des répercussions. Récemment, le crédit privé a également affiché une croissance significative dans la zone euro, même si les volumes globaux sont restés relativement faibles. Dans le même temps, les entreprises fournissant des crédits privés sont les mêmes aux États-Unis et dans la zone euro, de sorte que tout recul dans la zone euro reste *in fine* susceptible de résulter d'une retombée liée à un repli aux États-Unis.

Les risques liés aux décalages de liquidité et à l'endettement dans le secteur de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB) au sens large et ses liens avec le système bancaire ont également persisté et ne sont pas totalement compris. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que, si le lien entre les émetteurs souverains et les banques, il y a dix ans, a peut-être été résolu, il pourrait avoir été remplacé par un lien entre les émetteurs souverains et les institutions financières non bancaires. Les risques de cybersécurité et les prix élevés des crypto-actifs représentent de nouvelles menaces pour le système financier mondial. Si une correction importante sur le marché des crypto-actifs n'affecterait pas nécessairement directement le secteur bancaire, elle pourrait toutefois avoir des répercussions sur un grand nombre de ses clients. La compression des écarts de rendement des obligations d'entreprises reflète également la liquidité et l'appétence pour le risque très élevées sur les marchés financiers.

Dans ce contexte général, la résilience actuelle des marchés financiers pourrait s'avérer fragile. Il existe un risque extrême d'une correction significative sur les marchés financiers, avec le potentiel d'instabilité financière qui y est associé, selon l'endroit où l'endettement pourrait se situer dans le système financier. S'il y avait une détérioration de la confiance sur les marchés financiers, les répercussions en provenance des États-Unis pourraient entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque dans la zone euro, ce qui pourrait avoir des implications importantes pour les perspectives en pesant sur la demande intérieure, ralentissant ainsi également la croissance et l'inflation. Toutefois, même s'il a été suggéré que les risques pour la stabilité financière avaient augmenté récemment en raison de l'émergence de nouveaux risques, il a également été avancé qu'il était nécessaire de mettre les choses en perspective étant donné que de nombreux risques, notamment ceux liés aux valorisations tendues et aux niveaux de dettes élevés, s'étaient accumulés sur plusieurs années et que la situation était moins préoccupante qu'en avril. À ce moment-là, on avait observé des problèmes de liquidité dans certains secteurs, ainsi qu'une forte volatilité et de fortes variations de certains prix de marché, ce qui avait créé les conditions d'un choc de confiance potentiel affectant la demande agrégée et l'inflation dans la zone euro. Toutefois, ces risques ne se sont pas matérialisés et, même s'ils peuvent réapparaître et doivent être surveillés de près, ils ne sont pas présents actuellement. En outre, il a été avancé que l'expérience globale de cette période suggère que le système financier mondial pourrait être plus résilient que prévu, peut-être en raison de toutes les mesures prudentielles qui ont été prises au niveau international et dans les différentes juridictions à la suite de la crise financière mondiale.

Dans ce contexte, toute déréglementation financière ou tout affaiblissement de la supervision bancaire aux États-Unis pourrait amplifier les risques pour la stabilité financière dans la zone euro, étant donné que, historiquement, les tensions financières provenant des États-Unis ont généralement eu des effets de contagion significatifs en Europe. Dans le même temps, la solidité du secteur bancaire dans la zone euro, soutenue par des niveaux de fonds propres élevés et de solides coussins de liquidité, constitue une source de vigueur face aux potentielles répercussions. Par conséquent, malgré la

nécessité légitime pour l'Europe de devenir plus compétitive, il est important de préserver cette résilience et d'éviter un nivellement par le bas, tout en poursuivant également le développement de la réglementation macroprudentielle.

S'agissant des conditions de financement, la transmission des réductions passées de taux d'intérêt a continué de faire baisser les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises, qui se sont établis en moyenne à 3,5 % en août. Parallèlement, le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé, à 3,5 %, en août, les rendements à long terme fondant la tarification de ce type de dette étant restés relativement stables. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a légèrement diminué, pour revenir à 2,9 % en septembre après 3,0 % en août. Dans le même temps, les émissions d'obligations d'entreprises ont ralenti, à 3,3 % en rythme annuel. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire (*Bank Lending Survey*) pour la zone euro, la demande de prêts des entreprises s'est légèrement redressée au troisième trimestre. Dans le même temps, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont modérément durcis, les banques s'inquiétant davantage des risques encourus par leurs clients. Toutefois, il a été souligné que ce durcissement ne devait pas être considéré comme notable, étant donné que 95 % des banques ont déclaré que les critères d'octroi de crédits aux entreprises demeuraient inchangés, et que 97 % s'attendent à ce qu'ils le restent au cours des trois prochains mois.

Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires a très peu évolué depuis le début de l'année et s'est établi à 3,3 % en août. La croissance des prêts hypothécaires s'est redressée, s'établissant à 2,6 % en septembre après 2,5 % en août. Elle connaît désormais sa croissance la plus rapide en deux ans et demi. La demande de prêts hypothécaires a elle aussi encore augmenté au troisième trimestre, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, tandis que les critères d'octroi des prêts hypothécaires sont restés inchangés.

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, à savoir : 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 % et ont jugé que les informations disponibles étaient globalement conformes à leur précédente évaluation des perspectives d'inflation. Le narratif à partir des projections de base de septembre établies par les

services de la BCE n'a pas sensiblement changé, malgré le niveau élevé d'incertitude auquel l'économie est confrontée. Vu du moment où se tient la présente réunion, les projections de décembre vont probablement brosser un tableau analogue à celui des projections de septembre. Dans l'ensemble, si l'inflation devrait revenir au-dessous de 2 % en 2026, elle devrait ensuite revenir autour de la cible, en partie en raison des effets du lancement du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2 en 2027. Les anticipations d'inflation sont demeurées fermement ancrées, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuant de s'établir à 2 % environ, ce qui a également soutenu la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

Dans ce contexte, la plupart des membres du Conseil ont considéré que les risques entourant les perspectives d'inflation étaient orientés dans les deux sens et ont estimé que la distribution des risques autour du scénario de base restait relativement inchangée depuis la précédente réunion. Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante des politiques commerciales dans le monde, qui pourrait précipiter des chocs simultanés sur la demande et sur l'offre. L'incertitude devrait également persister au vu des risques géopolitiques élevés, dont beaucoup semblent peu susceptibles d'être résolus de manière durable. Dans ce contexte, même si les risques demeurent relativement équilibrés, ils sont susceptibles de s'aggraver de manière inattendue, avec d'importantes conséquences défavorables.

Certains membres du Conseil considèrent que les risques pesant sur l'inflation sont orientés à la baisse à moyen terme par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE. De ce point de vue, l'inflation pourrait être plus faible si l'augmentation des droits de douane entraînait une baisse de la demande d'exportations de la zone euro et une nouvelle hausse des exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. À cet égard, il a été avancé que l'excédent de capacité en Chine ainsi que les premiers signes d'une baisse des prix à l'exportation et d'un réacheminement des échanges vers l'Europe constituaient un risque à la baisse significatif sur les perspectives d'inflation à moyen terme, en particulier parce que les données empiriques suggèrent que des chocs sur les prix des échanges commerciaux devraient se produire progressivement sur deux ans. En outre, il a été avancé que le risque de perturbations majeures et généralisées des chaînes d'approvisionnement pourrait être assez faible, étant donné que l'Union européenne n'a pas exercé de représailles dans le différend commercial avec les États-Unis, tandis que la Chine et les États-Unis ont réalisé des progrès dans leurs négociations commerciales. Au minimum, davantage d'informations sont nécessaires pour juger s'il existe un risque significatif de perturbation générale de la chaîne d'approvisionnement. En outre, il a été soutenu que les risques liés à certaines perturbations très spécifiques de l'offre, telles que celles liées aux terres rares, étaient peu susceptibles d'être inflationnistes. Dans le cas des terres rares, cela s'explique par le fait qu'elles ne représentent qu'une très faible contribution à la structure globale des coûts, ce qui implique que tout choc sur les prix pourrait difficilement générer mécaniquement un effet direct important sur l'inflation. Dans le même temps, elles sont en passe de devenir un intrant non substituable (de type Leontief), ce qui signifie

que si elles n'étaient pas disponibles, la production et le travail pourraient devoir être fortement réduits, entraînant une forte baisse de la production et une hausse de l'incertitude, ce qui pourrait exercer une pression à la baisse sur l'inflation totale. Outre les facteurs commerciaux, une hausse de la volatilité et de l'aversion au risque sur les marchés financiers, potentiellement déclenchée par une forte correction des prix de certains actifs, pourrait peser sur la demande intérieure et, par conséquent, également faire baisser l'inflation. Une appréciation de l'euro pourrait également entraîner une baisse de l'inflation plus forte qu'attendu, tandis que l'offre excédentaire importante de pétrole pourrait peser sur les prix de l'énergie. Dans le contexte de menaces majeures sur la demande extérieure qui pourraient ne pas être suffisamment contrebalancées par la demande intérieure, la poursuite d'une croissance plus faible que prévu dans la zone euro – comme cela s'est produit au cours des deux dernières années malgré des baisses importantes des taux d'intérêts – 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 si les dépenses supplémentaires venaient à être retardées ou si elles conduisaient les ménages à maintenir un taux d'épargne élevé en anticipation d'éventuelles hausses d'impôts ou de réductions des dépenses sociales à l'avenir. En outre, sans l'effet à la hausse attendu du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 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.

Quelques membres du Conseil considèrent les risques d'inflation comme orientés à la hausse à moyen terme relativement aux projections de septembre établies par les services de la BCE et notent que les prévisions externes d'inflation à moyen terme s'établissent au-dessus de ces projections. Par exemple, dans l'enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*) comme dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels (*Survey of Professional Forecasters*), le participant médian s'attendait à ce que l'inflation soit de 2,0 % en 2027. Les évolutions récentes des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises ont également mis en évidence des risques à la hausse. De ce point de vue, depuis la réunion de septembre, il y a déjà eu un déplacement à la hausse des perspectives d'inflation qui a réduit le risque d'un niveau d'inflation durablement et significativement inférieur à la cible. En particulier, ce niveau d'inflation inférieur à la cible n'a pas été considéré comme cohérent avec les signes croissants d'une reprise conjoncturelle de l'économie, avec un écart de production qui se comble et avec un soutien significatif de la politique budgétaire. Cela devrait aboutir à ce que l'économie finisse par rencontrer des contraintes de capacité, ce qui devrait commencer dans des secteurs spécifiques, tels que la défense et la construction. Il a également été avancé que la distribution des risques entourant les perspectives d'inflation s'est déplacée vers le haut, les risques pesant sur le taux de change s'étant davantage équilibrés, tandis que le risque de perturbations des chaînes d'approvisionnement s'est accru. En particulier, il a été suggéré que les contrôles des exportations imposés par la Chine sur certains matériaux et produits clés, ainsi que les risques liés aux terres rares et aux nouvelles mesures de rétorsion sur l'acier, font peser des risques à la hausse notables pour l'inflation. Plus généralement, les tensions à la hausse

sur les prix pourraient être renforcées si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse et accentuait les contraintes de capacité dans l'économie domestique, tandis qu'il a été avancé qu'il n'y avait actuellement que peu d'éléments indiquant que des pressions à la baisse s'exercent sur la hausse des prix à la consommation en raison de la réorientation des échanges commerciaux par la Chine. Les droits de douane pourraient également accentuer les tensions inflationnistes aux États-Unis, et il est peu probable que la zone euro soit à l'abri de répercussions inflationnistes dans un tel scénario, en particulier parce qu'une très grande partie du commerce mondial est libellée en dollars. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique et de la crise de la nature pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. Enfin, la politique budgétaire pourrait stimuler l'inflation plus fortement que prévu actuellement, et l'inflation pourrait également être plus élevée si les dépenses en matière de défense et d'infrastructures se révélaient plus importantes qu'anticipé dans les projections de base. En effet, il a été avancé que, d'un point de vue structurel, un monde plus fragmenté avec des dépenses budgétaires élevées serait susceptible d'exercer des tensions inflationnistes plutôt que désinflationnistes, ce qui rend improbable un retour de l'économie dans l'environnement d'inflation structurellement faible observé avant la pandémie. Cela a également été considéré comme cohérent avec la distribution des risques des anticipations d'inflation entre les ménages et les entreprises.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les mesures standard restent conformes à la cible de 2 % à moyen terme. Dans le même temps, l'inflation *core* a augmenté de 0,1 point de pourcentage en septembre. L'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie, qui a été considérée comme une mesure particulièrement utile étant donné qu'elle inclut la hausse des prix des produits alimentaires qui est demeurée relativement élevée, est demeurée inchangée à 2,5 % pour le cinquième mois consécutif. L'inflation intérieure s'est également redressée pour la première fois après avoir enregistré un recul prolongé, continu et substantiel depuis début 2023. En dépit de ces évolutions, l'inflation *core* devrait encore diminuer sur l'horizon de projection, soutenue par une nouvelle modération des coûts de main-d'œuvre en raison de l'augmentation de la productivité et d'un ralentissement de la croissance des salaires. À cet égard, il a été observé que la hausse des salaires s'était déjà fortement ralentie, les évolutions des salaires négociés étant considérées comme particulièrement importantes. Les indicateurs prospectifs font également état d'une croissance plus lente des salaires sur le reste de l'année et au premier semestre 2026, et il pourrait même y avoir un risque que la modération salariale aille trop loin. Dans le même temps, les données quantitatives montrent une hausse des salaires toujours élevée. Par conséquent, il est important de suivre attentivement la situation pour voir si la nouvelle baisse attendue de la croissance des salaires de plus de 1 point de pourcentage se matérialise, en particulier à la lumière de la récente surprise à la hausse du taux de croissance annuel de la rémunération par tête et des anticipations formulées par les participants à l'enquête sur l'accès des entreprises au financement d'une hausse des salaires dans la période à venir.

Enfin, la transmission de la politique monétaire demeure fluide et efficace. Les baisses antérieures des taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions financières qui y est associé devraient continuer de soutenir l'investissement et, ainsi, la reprise. Dans le même temps, il a été noté que la contraction en cours du bilan de l'Eurosystème et l'appréciation de l'euro par rapport au début de l'année ont relativement accentué le caractère restrictif des conditions financières. Il a également été observé que si les risques financiers devaient se manifester aux États-Unis et entraîner une large contagion à la zone euro, les conditions financières pourraient aller sensiblement à l'encontre des taux directeurs actuels. Toutefois, même si la matérialisation d'un tel scénario pourrait avoir de l'importance pour l'orientation de politique monétaire, il est très difficile d'en venir à la conclusion que cela nécessite une action préventive.

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. L'évaluation, par le Conseil des gouverneurs, des perspectives d'inflation est globalement inchangée et les données disponibles depuis la réunion de septembre ont également globalement confirmé les perspectives de base pour l'activité, l'économie continuant de croître malgré un environnement mondial difficile. La robustesse du marché du travail, la solidité des bilans du secteur privé et les réductions passées des taux d'intérêt directeurs demeurent d'importantes sources de résilience. Ces perspectives globalement inchangées ont soutenu le maintien à un niveau inchangé de la politique monétaire. Les perspectives demeurent incertaines, en particulier en raison des conflits commerciaux mondiaux et des tensions géopolitiques, même si les évolutions récentes ont atténué certains des risques à la baisse pesant sur la croissance. Cette incertitude pourrait également justifier le maintien des taux d'intérêt à un niveau inchangé. Maintenir les taux directeurs à leur niveau actuel permettrait de disposer de davantage d'informations pour évaluer les facteurs de risque que le Conseil des gouverneurs a examinés. 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'être fortement préférable d'attendre davantage d'informations. Compte tenu de tous ces éléments, le Conseil des gouverneurs se trouve actuellement en bonne position du point de vue de la politique monétaire, même si cela ne doit pas être considéré comme une position fixe.

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 la matérialisation des risques ou des chocs importants si nécessaire. La communication devrait ainsi continuer à ne pas s'engager concernant les décisions futures relatives aux taux d'intérêt.

Pour la suite, les membres du Conseil ont réfléchi à d'éventuelles stratégies pour la future politique monétaire. D'ici à la réunion de décembre, il devrait y avoir davantage d'informations importantes sur la manière dont les derniers chocs affectent les perspectives d'inflation et de croissance, et une nouvelle série de projections devrait être disponible. Ces projections devraient couvrir 2028 pour la première fois, brossant ainsi un tableau plus clair des perspectives à cet horizon, même s'il a également été avancé que le contenu en informations des projections était moindre pour des horizons plus lointains et que la politique monétaire pourrait avoir moins d'influence à cet horizon, ce qui suggère d'accorder plus d'importance aux perspectives à court terme. Dans le même temps, l'orientation à moyen terme du Conseil des gouverneurs signifie qu'il est important d'éviter de mettre trop l'accent sur les perspectives à très court terme, même si le Conseil a une vision plus claire de ces perspectives pour ces horizons plus proches. La réunion de décembre permettrait également au Conseil des gouverneurs de mettre à jour son évaluation de la distribution et de l'intensité des risques. À cet égard, des questions restent ouvertes concernant la manière dont la politique monétaire devrait tenir compte de ces risques, ainsi que la mesure dans laquelle le Conseil des gouverneurs devrait réagir à toute modification de la distribution des risques, et pas seulement à leur manifestation.

Il a été mentionné que le cycle de réduction des taux d'intérêt est arrivé à son terme, les perspectives favorables actuelles étant susceptibles d'être maintenues à moins que les risques ne se matérialisent. L'adoption d'une approche ferme pourrait accroître les chances de rester en bonne position. Dès lors, d'un point de vue stratégique, pour autant que les anticipations d'inflation demeurent solidement ancrées, l'orientation de politique monétaire ne doit pas être ajustée précisément en réponse à des fluctuations modérées et temporaires de l'inflation autour de la cible, mais seulement si un écart important par rapport à la cible est attendu à moyen terme. Il a également été suggéré qu'une telle approche pourrait laisser une plus grande marge de manœuvre à la politique monétaire pour répondre de manière décisive aux futurs chocs désinflationnistes qui pourraient se matérialiser, en particulier dans le contexte d'une hausse des risques pour la stabilité financière. Plus précisément, même si les projections futures pourraient être affectées par les nouvelles hypothèses relatives à l'introduction du SEQE2, il est important de rester concentré sur les déterminants fondamentaux de l'inflation sous-jacente. Il a également été mentionné qu'il est discutable d'ajuster l'orientation sur la base de changements très incertains des décisions politiques, à moins qu'ils n'aient un impact significatif sur

les anticipations d'inflation, ce qui est peu probable. En outre, étant donné que les valorisations sur les marchés financiers sont déjà sous tension sur certains compartiments du marché de la zone euro, il a été avancé qu'il est important que les futures délibérations de politique monétaire tiennent compte du fait qu'un assouplissement des conditions financières pourrait continuer d'alimenter la prise de risque dans le système financier.

Dans le même temps, il a également été exprimé qu'il est important de rester totalement ouvert à l'idée d'une éventuelle nécessité de continuer à réduire les taux, et qu'une telle démarche serait probablement justifiée s'il y avait une augmentation de la probabilité ou de l'intensité des facteurs de risque à la baisse, ou si le niveau d'inflation inférieur à la cible prévu devenait durable. Selon ce point de vue, la barre pour l'intervention de la politique ne doit pas être considérée comme étant plus haute que la normale. Même si l'économie n'est pas suffisamment faible pour présager avec certitude un niveau de l'inflation inférieur à la cible à moyen terme, il demeure difficile de savoir si la dynamique de l'économie est suffisante pour atteindre la cible, et la politique monétaire continue d'exercer une influence sur la croissance, même si la zone euro est confrontée à des défis structurels en la matière. Il a également été souligné que la stratégie de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, qui appelle des mesures de politique monétaire suffisamment vigoureuses ou ancrées dans la durée pour répondre aux écarts substantiels et durables de l'inflation par rapport à la cible, ne signifie pas qu'il faille ignorer ce qui ne relève pas d'écarts substantiels et durables ni qu'une réponse cyclique de la part de la politique monétaire ne reste pas nécessaire pour faire face aux chocs de demande de façon continue.

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 30 octobre 2025](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 29-30 octobre 2025

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

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. Pereira

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 octobre 2025 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

**** En tant qu'observateur.**

Autres participants

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

Personnes accompagnantes

Mme Bénassy-Quéré

Mme Brezigar

M. Debrun

M. Demarco

M. Gilbert

M. Horváth

M. Kaasik

M. Koukoularides

M. López

M. Lünemann

M. Madouros

Mme Mauderer

M. Meichenitsch

M. Nicoletti Altimari

Mme Raposo

M. Rutkaste

M. Šiaudinis

M. Tavlás

M. Välimäki

M. Walch

Autres membres du personnel de la BCE

- M. Proissl, directeur général Communication

- Mme Vansteenkiste, conseillère 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 22 janvier 2026.