

## Réunion des 17 et 18 décembre 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 17 et le jeudi 18 décembre 2025

22 janvier 2026

### 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 dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 29 et 30 octobre 2025, le narratif sur les marchés financiers selon lequel les taux directeurs de la BCE se situent à un niveau approprié s'est encore renforcé. Les nouvelles données ont renforcé les anticipations selon lesquelles l'inflation devrait rester proche de sa cible de 2 % à moyen terme et la croissance de l'économie de la zone euro devrait évoluer à un taux proche de son potentiel. Grâce à la résilience de l'économie et au caractère plus rigide de l'inflation dans le secteur des services, les anticipations de nouvelles baisses des taux se sont estompées, les marchés comme les participants aux enquêtes s'attendant à ce que les taux directeurs restent à leurs niveaux actuels pendant une période prolongée. Les données macroéconomiques plus favorables que prévu et la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire ont également poussé à la hausse les taux sans risque à plus long terme, une évolution alimentée par les taux réels, tandis que le taux de change de l'euro est demeuré au sein d'une fourchette étroite. La solidité du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial a maintenu les marchés d'actions à des niveaux élevés, alors que les écarts de rendement des obligations souveraines et des obligations d'entreprises sont restés à des niveaux comprimés et que la volatilité des marchés monétaires de la zone euro est restée limitée. Dans l'ensemble, les conditions financières de la zone euro se sont légèrement durcies depuis octobre 2025, mais elles fluctuent dans

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

une fourchette étroite depuis la dernière baisse des taux d'intérêt de la BCE en juin 2025 et restent étroitement alignées avec ses taux directeurs.

Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs d'octobre, la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour (OIS) s'est nettement déplacée vers le haut, les investisseurs ayant exclu l'éventualité d'une nouvelle baisse des taux en 2026, en ligne avec l'anticipation d'inflation médiane tirée de l'enquête auprès des analystes monétaires. Au-delà de 2026, la valorisation des marchés, tout comme les participants aux enquêtes, suggèrent que la prochaine décision de politique monétaire de la BCE serait un relèvement de ses taux directeurs, après une période prolongée de taux stables. Alors que les marchés de taux d'intérêt prévoient une première hausse en 2027, les enquêtes ne la situent pas avant 2028. Dans le même temps, l'incertitude tirée des options en ce qui concerne la trajectoire attendue des taux directeurs de la BCE a considérablement diminué. Les perspectives de croissance plus résilientes de la zone euro ont constitué un facteur déterminant de l'évolution des anticipations relatives aux taux directeurs. Comme l'indique l'indice de surprise économique Citigroup, les données macroéconomiques disponibles pour la zone euro ont surpris à la hausse en 2025, étant donné que les répercussions des droits de douane américains se sont révélées plus bénignes qu'initialement prévu. C'est ce que reflète également la résilience de l'activité économique mondiale. En outre, en dépit d'un niveau d'incertitude géopolitique élevé, l'étendue des données inattendues enregistrées s'est révélée plus contenue en 2025 qu'au cours de n'importe quelle autre année des deux dernières décennies, ce qui souligne la résilience de la zone euro.

L'exclusion d'une baisse des taux en 2026 en raison de l'amélioration des données macroéconomiques a également eu un impact sur les taux sans risque à plus long terme. Le taux nominal des OIS à dix ans dans la zone euro a augmenté de 26 points de base depuis la réunion d'octobre, principalement sous l'effet d'une hausse des taux réels. Une décomposition en déterminants structurels montre que des facteurs internes, à savoir des évolutions macroéconomiques positives dans la zone euro et l'anticipation d'un resserrement de la politique monétaire de la BCE, ont été les principaux facteurs à l'origine de la hausse des taux à plus long terme.

Les indicateurs de compensation de l'inflation extraits des instruments de marché sont restés globalement inchangés sur l'ensemble des horizons depuis la précédente réunion de politique monétaire. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) à un an dans deux ans oscille autour de 1,85 % depuis août, ce qui correspond à environ 1,95 % en incluant le tabac. Une légère hausse a été observée depuis la réunion précédente, les dernières publications ayant indiqué que l'inflation, et plus particulièrement l'inflation dans le secteur des services, avait été plus rigide qu'anticipé. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation (ILS) à cinq ans dans cinq ans est resté proche de 2 % mais légèrement supérieur, indiquant que les anticipations d'inflation à plus long terme sont globalement ancrées. Le taux de change de l'euro est resté dans les limites de sa fourchette depuis juillet 2025, avec un taux de change EUR/USD fluctuant entre 1,14 et 1,18.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

La résilience et l'amélioration de l'environnement macroéconomique ont soutenu l'appétence pour le risque des investisseurs, maintenant les marchés d'actions proches de leurs points hauts historiques. Les inquiétudes quant aux valorisations tendues dans le secteur des technologies dues à d'éventuelles surcapacités et les interrogations en ce qui concerne la rentabilité à long terme ont contribué à la volatilité élevée des prix des actions aux États-Unis, affectant les marchés d'actions au niveau mondial. En particulier, les indices de référence aux États-Unis et dans la zone euro, qui étaient restés globalement inchangés depuis la précédente réunion de politique monétaire, ont enregistré des performances presque identiques sur l'année jusqu'à présent, après s'être inscrits sur une trajectoire sensiblement divergente au début de l'année. La forte hausse des valeurs liées à l'intelligence artificielle (IA) au cours des dernières années ne s'est pas limitée aux entreprises américaines, les entreprises de la zone euro qui ont utilisé l'IA de façon intensive ayant également enregistré des gains importants. Si l'on regroupe les entreprises européennes en fonction de l'intensité de leur usage de l'IA, au cours des trois dernières années, celles dont l'usage est élevé ont affiché de meilleures performances que celles dont l'usage est modéré, et de bien meilleures performances que celles dont l'usage est moindre.

Les implications d'une correction sur le marché des entreprises liées à l'IA ne se limiteraient probablement pas aux investisseurs institutionnels. Ces dernières années, l'exposition des investisseurs de détail de la zone euro aux marchés boursiers des États-Unis s'est accrue, principalement de manière indirecte par le biais des fonds d'investissement. Depuis fin 2020, les avoirs en actions américaines des ménages de la zone euro ont plus que doublé, pour atteindre approximativement un tiers du portefeuille d'actions total des ménages. Une correction de ce comportement de marché pourrait avoir des conséquences significatives pour les ménages de la zone euro.

À plus long terme, les évolutions du secteur des technologies aux États-Unis n'affecteraient pas seulement les marchés d'actions mondiaux. Étant donné qu'en 2025, le niveau des émissions de dette par les fournisseurs de services de gestion de données à très grande échelle (*hyperscalers*) aux États-Unis a été plus de quatre fois supérieur aux niveaux observés en 2023 et 2024, et que leur volume devrait continuer de croître, cela pourrait également avoir des répercussions sur les marchés des obligations d'entreprises et des obligations souveraines si une forte demande de dette américaine bien notée dans le secteur des technologies devait exercer un effet d'éviction sur les autres actifs à revenu fixe.

L'environnement actuel de faible volatilité et d'appétence pour le risque s'est étendu aux marchés des titres à revenu fixe. Les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport au taux OIS dans l'ensemble des pays de la zone euro ont continué de se resserrer ces dernières semaines. La dispersion entre les rendements des obligations souveraines dans les pays de la zone euro a convergé vers des fourchettes observées pour la dernière fois entre 2001 et 2007, avant la crise financière mondiale. La solidité du sentiment à l'égard du risque est également manifeste sur les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

marchés des obligations d'entreprises. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises bien notées (*investment grade*) et à rendement élevé (*high yield*) de la zone euro sont demeurés à des niveaux comprimés, continuant d'afficher des performances supérieures à celles des obligations américaines.

Le nouvel indice des conditions financières macrofinancières établi par les services de la BCE pour la zone euro montre que, tout au long du dernier cycle de politique monétaire, les évolutions des conditions financières ont suivi de très près le principal taux directeur à court terme de la BCE. Elles se sont durcies durant la phase de relèvement des taux, se sont stabilisées en phase de maintien, se sont assouplies lorsque les taux ont été réduits, puis elles sont demeurées globalement stables depuis la dernière baisse des taux d'intérêt en juin. Cela suggère que les mesures de politique monétaire de la BCE se sont bien transmises aux conditions financières.

Enfin, Mme Schnabel a abordé les évolutions sur les marchés monétaires. Aux États-Unis, l'écart entre le taux *repo* sur le compartiment des garanties générales (*general collateral*) et le taux d'intérêt du Système fédéral de réserve sur les soldes de réserves a affiché une forte volatilité au cours des derniers mois, l'excédent de liquidité étant devenu moins abondant. En revanche, les taux *repo* de la zone euro sur le compartiment des garanties générales ont été proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE et ont affiché une volatilité limitée. Pour l'avenir, l'excédent de liquidité dans la zone euro devrait continuer de diminuer, principalement en raison des remboursements au titre des portefeuilles détenus à des fins de politique monétaire, ainsi que de facteurs supplémentaires de retrait de liquidité résultant de la croissance des billets.

## 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 des évolutions de l'inflation dans la zone euro, M. Lane a noté que le taux d'inflation global s'est maintenu à 2,1 % en novembre et est resté stable à l'intérieur d'une fourchette étroite depuis le printemps. Tandis que la hausse des prix de l'énergie et des services s'est accentuée au cours des trois derniers mois et s'établit désormais, respectivement, à – 0,5 % et 3,5 %, celle des produits alimentaires et des biens s'est ralentie, ressortant à 2,4 % et 0,5 %, respectivement.

L'évaluation actualisée a de nouveau confirmé que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Selon les projections macroéconomiques de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), devrait ressortir en moyenne à 2,1 % en 2025, 1,9 % en 2026, 1,8 % en 2027 et 2,0 % en 2028. La baisse prévue de l'inflation en 2026 s'effectuerait en deux phases : au cours des premiers mois de 2026, les hausses des prix de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'énergie observées début 2025 sortiraient du calcul des taux annuels et, plus tard en 2026, la baisse progressive de l'inflation dans les services et les produits alimentaires devrait contribuer à un recul de l'inflation globale. L'inflation totale devrait rester inférieure à 2 % en moyenne en 2026 et 2027 : la hausse des prix de l'énergie devrait rester négative sur la majeure partie de cette période, tandis que la hausse des prix hors énergie devrait progressivement se ralentir. Toutefois, l'inflation totale devrait revenir à la cible en 2028 sous l'effet d'une forte hausse de l'inflation dans le secteur de l'énergie. Cela reflète principalement l'effet haussier sur les prix de l'énergie de la mise en place du système d'échange de quotas d'émission de l'UE de type 2 (SEQE-2), qui devrait désormais débuter en 2028, soit un an plus tard que prévu dans les projections précédentes établies en septembre. L'inflation hors énergie devrait se stabiliser autour de 2 % en 2027-2028.

Par rapport aux projections de septembre, l'inflation totale a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2026, principalement en raison de récentes surprises à la hausse de l'inflation dans les secteurs de l'énergie et des services, mais elle a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2027, la hausse prévue de l'inflation dans le secteur des services ayant été plus que compensée par les révisions à la baisse de l'inflation dans le secteur de l'énergie. L'inflation *core* – hors composantes volatiles de l'énergie et des produits alimentaires de l'IPCH – devrait s'atténuer, revenant de 2,4 % en 2025 à 2,2 % en 2026 et 1,9 % en 2027, avant de s'établir à 2,0 % en 2028. Cette baisse devrait être soutenue par une diminution des tensions sur les salaires et par l'appréciation passée de l'euro.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué au cours des derniers mois et restent conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. La croissance annuelle du déflateur du PIB a été stable au troisième trimestre, à 2,4 %. La croissance des bénéfices unitaires est demeurée inchangée à 1,0 %, tandis que la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est légèrement accentuée, de 0,1 point de pourcentage, à 3,2 %. À plus long terme, le rôle d'amortisseur joué par les bénéfices devrait s'estomper progressivement avec l'amélioration des marges. Toutefois, les tensions d'origine interne sur les coûts continueront de s'atténuer au cours des 12 prochains mois avant de se stabiliser juste au-dessus de 2 %, sous l'effet d'une accélération de la productivité et d'une modération des tensions sur les coûts de main-d'œuvre.

Le taux de variation annuel de l'indice du coût de la main-d'œuvre, qui mesure le coût horaire total de l'emploi de la main-d'œuvre, a légèrement diminué, de 0,4 point de pourcentage, ressortant à 3,4 % au troisième trimestre. La croissance des salaires négociés est demeurée volatile, mais s'est révélée conforme aux attentes. Elle est revenue à 1,9 % au troisième trimestre, après 4,0 % au deuxième trimestre, en partie en raison d'effets de base résultant de paiements ponctuels effectués en 2024 dans certains pays. Toutefois, la mesure plus large de la croissance de la rémunération par tête a surpris à la hausse en raison d'un glissement des salaires plus important. Elle est demeurée inchangée à 4,0 % en rythme annuel au troisième trimestre, soit 0,8 point de pourcentage au-dessus de ce qui avait été anticipé dans les projections de septembre. Si la croissance de la rémunération par tête devrait désormais se modérer plus lentement qu'anticipé précédemment, les projections de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

décembre prévoient un ralentissement au cours des trimestres à venir, suivi d'une stabilisation autour de 3 % vers fin 2026. Les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, ont indiqué un ralentissement similaire.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, favorisant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible. La dernière enquête auprès des analystes monétaires présente un profil d'inflation à moyen terme similaire aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. Les indicateurs de la compensation de l'inflation extraits des instruments de marché sont légèrement inférieurs aux projections sur l'horizon de projection, mais sont plus proches de 2 % sur des horizons plus longs.

S'agissant de l'environnement extérieur, l'euro s'est nettement apprécié par rapport au dollar et en termes effectifs nominaux au premier semestre de l'année. Ce renforcement s'est stabilisé depuis juillet. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs du mois d'octobre, l'euro a été relativement stable vis-à-vis du dollar américain et en termes effectifs nominaux. Les prix au comptant du pétrole ont diminué de 7 % environ par rapport aux niveaux observés au moment de la précédente réunion de politique monétaire, les prix du gaz diminuant de 14 % environ. Les prix des produits alimentaires ont légèrement diminué au cours de la même période. Par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE, les hypothèses relatives aux prix du pétrole qui sous-tendent les projections de décembre ont été révisées à la baisse de 4 % en moyenne environ pour 2026 et 2027, et les prix du gaz de 8,6 %, tandis que l'euro s'est déprécié de 0,5 % par rapport au dollar et de 0,1 % en termes effectifs nominaux.

L'activité économique mondiale a continué de bien résister. Les perspectives relatives à la croissance des importations mondiales et à la demande étrangère ont été révisées à la hausse dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, principalement en raison de données positives non anticipées. Toutefois, les données disponibles suggèrent une légère contraction de la croissance des importations mondiales au troisième trimestre et les perspectives de croissance de l'économie mondiale restent modérées par rapport à la moyenne d'avant la pandémie. Les volumes des importations de la zone euro en provenance de Chine ont continué d'augmenter au troisième trimestre, progressant à un rythme annuel de 4,9 %. Dans le même temps, la baisse des prix, dans la zone euro, des importations en provenance de Chine s'est accélérée au troisième trimestre, les prix en euros ayant diminué de 4,8 % en rythme annuel. Jusqu'à présent, les données indiquent que le rôle joué par la réorientation des flux commerciaux est limité, les capacités de production excédentaires et la faible demande intérieure en Chine demeurant les facteurs dominants.

L'économie de la zone euro a continué de bien résister. Elle a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre, principalement en raison d'une hausse de la consommation et de l'investissement. Les exportations ont également augmenté, reflétant une contribution significative des produits chimiques, les médicaments amaigrissants jouant un rôle essentiel. Toutefois, en raison d'une très forte hausse des importations, les exportations nettes ont pesé sur la croissance au troisième trimestre.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

La composition sectorielle de la croissance a été dominée par les services, en particulier dans le secteur de l'information et de la communication, tandis que l'activité dans l'industrie et la construction est demeurée atone. Des enquêtes récentes suggèrent que ce profil de croissance tirée par les services devrait se poursuivre à court terme, le secteur manufacturier demeurant atone.

L'économie a continué de bénéficier d'un marché du travail résilient. Le chômage, à 6,4 % en octobre, a été proche de son point bas historique. L'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre, contre 0,1 % au deuxième trimestre. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre s'est encore ralentie. Le taux de vacance d'emplois a diminué pour s'établir à son plus bas niveau depuis la pandémie, revenant à 2,2 % au troisième trimestre, après 2,3 % au deuxième trimestre.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème comportent des changements limités au niveau agrégé de la zone euro par rapport aux projections de septembre établies par les services de la BCE. Après un léger recul à 3,0 % du PIB attendu en 2025, le déficit budgétaire de la zone euro devrait s'accroître pour ressortir à 3,3 % du PIB en 2026 et à 3,5 % du PIB en 2027, et ne se modérer que légèrement pour s'établir à 3,4 % du PIB en 2028. Le ratio dette/PIB de la zone euro reste sur une trajectoire haussière sur la période 2026-2028.

La demande intérieure devrait rester le principal moteur de la croissance sur l'horizon de projection. Les revenus réels devraient continuer d'augmenter et le taux d'épargne diminuer progressivement par rapport à son niveau élevé, ce qui soutiendrait la consommation. L'investissement des entreprises et les dépenses publiques substantielles en matière d'infrastructures et de défense devraient soutenir de façon croissante l'économie au cours des années à venir. Toutefois, le contexte difficile dans lequel s'inscrit le commerce mondial devrait continuer de peser sur la croissance de la zone euro en 2025 et 2026. Les projections de décembre prévoient une croissance du PIB en volume de 1,4 % en 2025, 1,2 % en 2026 et 1,4 % en 2027 comme en 2028.

Par rapport aux projections de septembre, la croissance du PIB a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2025 et 2026, et de 0,1 point de pourcentage pour 2027. Ces révisions à la hausse reflètent principalement un renforcement de la demande intérieure. La dernière enquête des analystes monétaires fait état d'une croissance du PIB en volume conforme aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème pour 2025 et 2027, mais de taux de croissance inférieurs de 0,1 point de pourcentage en 2026 et de 0,2 point de pourcentage en 2028.

Les taux de marché ont augmenté depuis la dernière réunion de politique monétaire. Après avoir diminué en réaction aux baisses des taux directeurs de la BCE au cours de l'année précédente, les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux entreprises se sont établis à 3,5 % en octobre, sans changement par rapport à septembre. Le coût du financement par endettement de marché s'est établi à 3,4 %, soit un niveau proche de celui de septembre. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est encore demeuré stable, à 3,3 % en octobre.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les prêts bancaires aux entreprises ont augmenté de 2,9 % en rythme annuel en octobre, sans changement par rapport à septembre. Les émissions d'obligations d'entreprises ont augmenté de 3,2 %, globalement inchangées également. Les prêts hypothécaires se sont renforcés, augmentant de 2,8 % en octobre après 2,6 % en septembre. Si la croissance du crédit s'est lentement redressée au cours de l'année, elle est restée plus faible que prévu sur la base des régularités historiques. La croissance modérée du crédit aux entreprises et aux ménages pourrait refléter en partie une modification des stratégies d'allocation des actifs des banques, avec une plus grande importance accordée aux achats d'obligations et aux prêts aux intermédiaires financiers non bancaires.

### 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. L'inflation totale devrait être inférieure à l'objectif en 2026 et 2027, mais cela pourrait être attribué à la volatilité des prix de l'énergie ; l'inflation hors énergie devrait rester à 2 % ou légèrement au-dessus sur l'ensemble de l'horizon de projection. Les risques entourant les perspectives continuent de plaider pour une approche de la politique monétaire s'appuyant sur les données, sans engagement pré-établi sur une trajectoire de taux déterminée.

## 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. Même si les perspectives de croissance mondiale se sont améliorées, elles restent modérées par rapport à leur moyenne d'avant la pandémie. L'économie mondiale, soutenue par la Chine et les États-Unis, s'est montrée plus résiliente qu'anticipé, suggérant que les tensions commerciales ont laissé moins de traces qu'initialement redouté – du moins jusqu'à présent. Les perspectives pour les États-Unis ont été revues à la hausse en raison de la plus grande résilience de la demande intérieure, soutenue à court terme par des effets de richesse positifs résultant de la hausse des prix des actions, de la hausse des dépenses budgétaires et des investissements liés à l'IA. Pour la Chine, les perspectives de croissance ont été légèrement révisées à la hausse pour refléter une dynamique des exportations plus forte que prévu et une relance budgétaire plus importante. L'anticipation des entreprises liée aux menaces de droits de douane et l'essor des échanges de biens technologiques ont contribué à expliquer les solides performances du commerce mondial en 2025. Toutefois, les données à haute fréquence liées aux échanges commerciaux ont nettement diminué par rapport au premier semestre de l'année, et les droits de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

douane pourraient encore exercer un frein croissant sur la croissance du commerce mondial au cours des prochains trimestres. Dans le même temps, la baisse de l'incertitude relative à la politique commerciale atténuerait probablement certains facteurs défavorables liés aux droits de douane, et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales sont restées contenues jusqu'à présent. L'euro a été relativement stable vis-à-vis du dollar, ainsi qu'en termes effectifs nominaux, depuis la réunion du Conseil des gouverneurs du mois d'octobre. Toutefois, le risque existe que le dollar se déprécie en raison d'une orientation potentiellement plus souple que prévu de la politique monétaire aux États-Unis.

Le « deuxième choc chinois » – en référence à la présence mondiale accrue du pays dans des produits et technologies plus avancés – a été largement qualifié de défi majeur pour l'économie de la zone euro. Tandis que la zone euro ne semble pas être à la pointe du développement de nouvelles technologies de l'IA, la Chine devient un concurrent puissant dans les industries traditionnelles de la zone euro. En outre, la faiblesse persistante de l'économie domestique chinoise devrait renforcer son incitation à exporter l'offre excédentaire à bas prix, y compris sur les marchés de pays tiers, réduisant ainsi les parts de marché de la zone euro. Au-delà de ces défis de compétitivité posés par la Chine, il a également été observé que l'UE finirait par être confrontée à une concurrence croissante de la part de l'Inde.

Les risques géopolitiques demeurent également élevés. Les principaux piliers du paysage géopolitique mondial ont changé rapidement. Il a été avancé que ces évolutions pourraient accroître l'incertitude sur une période prolongée et affecter défavorablement la dynamique de croissance de l'économie de la zone euro.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. L'économie de la zone euro a bien résisté, avec une croissance de 0,3 % au troisième trimestre, reflétant principalement une hausse de la consommation et de l'investissement. Les exportations ont également augmenté, avec une contribution significative des produits chimiques. La composition sectorielle de la croissance a été dominée par les services, en particulier dans le secteur de l'information et de la communication, tandis que l'activité dans l'industrie et la construction est demeurée étale. Ce profil de croissance tirée par les services devrait se poursuivre à court terme. L'économie bénéficie d'un marché du travail robuste. Le chômage, à 6,4 % en octobre, est proche de son point bas historique et l'emploi a augmenté de 0,2 % au troisième trimestre. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre s'est encore ralentie, le taux de vacance d'emplois se situant à son plus bas niveau depuis la pandémie. Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème considèrent la demande intérieure comme le principal moteur de la croissance pour les années à venir. Les revenus réels devraient continuer d'augmenter et le taux d'épargne diminuer progressivement par rapport à son niveau toujours élevé, soutenant la consommation. L'investissement des entreprises et les dépenses publiques substantielles en matière d'infrastructures et de défense devraient soutenir de façon croissante l'économie. Toutefois, l'environnement difficile

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

pour le commerce mondial devrait continuer de peser sur la croissance dans la zone euro en 2025 et 2026.

Il a été souligné que l'économie de la zone euro a surpris à la hausse, malgré les changements spectaculaires intervenus dans les politiques commerciales mondiales au cours de l'année écoulée ainsi que l'incertitude géopolitique générale. Une série de surprises macroéconomiques positives sont intervenues depuis octobre. La faiblesse des exportations nettes a été plus que compensée par la vigueur de la demande intérieure. Le marché du travail robuste continue de soutenir la consommation privée. L'investissement a également apporté une contribution significative à la croissance, soutenu par des conditions de financement favorables, la diminution de l'incertitude relative à la politique commerciale mondiale et une augmentation des activités liées à l'IA. Dans ce contexte, il a également été suggéré que la capacité de l'économie à absorber les chocs pourrait avoir été sous-estimée et que les risques à la baisse ne se sont pas matérialisés de façon aussi importante qu'anticipé précédemment.

Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème pour la croissance dans la zone euro ont été révisées à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection. De façon remarquable, malgré la perturbation des échanges commerciaux la plus importante depuis la Seconde Guerre mondiale, l'économie de la zone euro devrait croître de 1,4 % en 2025, soit 0,5 point de pourcentage de plus que prévu dans les projections de mars précédent l'annonce en avril d'une hausse des droits de douane américains. Au cours des prochaines années, l'économie devrait afficher une croissance régulière, proche de, ou légèrement supérieure à son potentiel, l'écart de production devant se résorber plus rapidement que prévu précédemment. Le narratif macroéconomique d'une reprise tirée par la demande intérieure reste intact, tandis que les échanges commerciaux devraient se redresser sur l'horizon de projection. Il a été suggéré que, dans l'ensemble, cela pouvait ressembler à une « prévision Boucle d'or ». Il a également été avancé que des risques à la hausse pesaient sur les projections de croissance. Les investissements privés dans la plus grande économie de la zone euro pourraient se redresser plus tôt que prévu en raison de l'effet d'entraînement des mesures budgétaires annoncées en mars, et la consommation pourrait augmenter plus fortement qu'attendu compte tenu de la croissance soutenue des salaires. Plus généralement, les multiplicateurs budgétaires pourraient être plus élevés que prévu et l'orientation budgétaire dans la zone euro pourrait être plus accommodante qu'anticipé dans les dernières années de l'horizon de projection. En outre, les projections intègrent une incidence relativement élevée de l'appréciation de l'euro, qui pourrait ne pas se matérialiser.

Dans le même temps, il a été avancé que la résilience de l'économie ne constitue pas un dynamisme économique. La croissance n'a pas été exceptionnellement forte et la croissance potentielle est demeurée modeste. En outre, les projections dépendent fortement des investissements privés et des exportations nettes, deux composantes des dépenses qui sont confrontées à des défis importants en raison du « deuxième choc chinois » et de la volatilité de l'environnement extérieur, y compris la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

fragmentation croissante de l'économie mondiale. En outre, même avec l'accord commercial entre les États-Unis et l'UE et la réduction de l'incertitude qui en a résulté, les droits de douane sur les exportations de la zone euro vers les États-Unis ont nettement augmenté depuis le début de l'année et devraient encore produire des effets décalés. Dans ce contexte, une expansion tirée par les exportations n'est pas viable et une demande intérieure plus forte a été jugée cruciale pour permettre à la zone euro de faire face à ses défis externes.

Des risques pèsent également sur la demande intérieure. Il a été avancé que la consommation privée était relativement fragile. En dépit de son expansion, la consommation ne s'est pas encore fortement redressée et, selon certains membres du Conseil, il est peu probable qu'elle devienne le moteur décisif de la reprise. En particulier, compte tenu des pressions croissantes sur les finances publiques, les ménages pourraient douter de la soutenabilité budgétaire, ce qui pourrait se traduire par un taux d'épargne élevé s'ils s'attendent à une hausse des impôts et à une baisse des dépenses de protection sociale à l'avenir – un comportement souvent décrit comme le motif d'épargne ricardien. Cela est conforme aux résultats de la récente enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*), qui montre que les ménages considèrent les motifs ricardiens et de précaution comme les principaux déterminants de leur comportement d'épargne. Les inquiétudes concernant la dette publique ont tendance à renforcer le motif ricardien de l'épargne, ce qui contribue à expliquer les différences entre les pays. En outre, si la consommation ne se redresse pas significativement, il est difficile d'envisager un renforcement de l'expansion de l'investissement privé. En effet, étant soumis aux « esprits animaux » et en raison de son lien avec la confiance des entreprises, l'investissement privé est par définition volatil et très sensible aux anticipations de croissance et aux conditions financières. Dans ce contexte, il existe un risque que les évolutions géopolitiques au cours des prochains mois ne créent pas un environnement favorable à une augmentation significative de l'investissement des entreprises. Il a également été suggéré que les problèmes de compétitivité de la zone euro pourraient être préjudiciables à la consommation et à l'investissement des entreprises, car ils inciteraient les entreprises et les ménages à restreindre leurs dépenses et à épargner davantage, voire à investir à l'étranger. De même, l'absence de réformes structurelles dans la zone euro pourrait freiner la croissance. Plus généralement, il a été souligné qu'une part importante de la dynamique de croissance de la zone euro résultait de la relance budgétaire, qui est temporaire par nature. En outre, le secteur de l'information et de la communication ayant apporté une contribution majeure à la croissance récente dans la zone euro dans le contexte de la révolution de l'IA, une correction potentielle des valorisations tendues des entreprises dans ce secteur risque également d'avoir un impact négatif direct sur l'économie. Plus généralement, une augmentation de l'aversion au risque ou des effets sur la stabilité financière résultant d'une détérioration du sentiment sur les marchés financiers mondiaux pourraient peser sur la croissance. Dans l'ensemble, de ce point de vue, des menaces claires entourent les perspectives de croissance et parler de « boucle d'or » serait inapproprié.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Il a également été souligné que les performances en matière de croissance variaient encore entre les pays de la zone euro. La reprise dans deux de ses principales économies, qui dépendent fortement des exportations, reste fragile. Compte tenu de la rigidité à la baisse des salaires et des prix, ces différences ont également été considérées comme pesant sur les performances économiques agrégées de la zone euro, car les gains économiques d'un pays ne compenseraient pas nécessairement les pertes d'un autre.

Les membres du Conseil ont examiné dans quelle mesure les défis auxquels est confrontée la zone euro en matière de croissance étaient structurels ou pouvaient être influencés par la politique monétaire et les conditions macroéconomiques. D'une part, il a été avancé que les dernières évolutions économiques avaient réfuté le narratif selon lequel les problèmes structurels dans la zone euro étaient si importants qu'ils entraînaient la croissance et que toute mesure de relance entraînerait une hausse de l'inflation. En particulier, malgré ses nombreuses faiblesses structurelles, l'économie de la zone euro reste capable de croître à un rythme raisonnable si les conditions macroéconomiques appropriées sont réunies. En outre, l'impulsion supplémentaire donnée à la croissance par l'investissement privé, associée à une croissance structurelle plus forte de la productivité globale des facteurs liée aux nouvelles technologies, soutiendrait le volet offre de l'économie, augmentant son potentiel de croissance et exerçant ainsi une pression à la baisse sur l'inflation. D'autre part, il a été avancé que le faible taux de croissance potentielle dans la zone euro est un problème structurel qui ne peut être résolu par la politique monétaire. Par exemple, les mesures axées sur la demande ne peuvent répondre aux défis de compétitivité auxquels est confrontée la zone euro. Les mesures de politique structurelle pourraient contribuer à créer en Europe un sentiment plus optimiste, susceptible de soutenir l'investissement et la consommation, mais elles ne relèvent pas du champ de la politique monétaire. Dans ce contexte, il a été fait référence au secteur européen de l'IA, soulignant l'importance des regroupements et des écosystèmes économiques pour la diffusion et le financement de nouveaux projets et entreprises.

Des interrogations ont également été soulevées quant à la manière de comprendre l'impact économique de dépenses de défense plus élevées. Vont-elles évincer l'investissement privé et l'activité, ou au contraire stimuler l'investissement privé et la croissance ? L'impact économique dépendra-t-il de l'approche utilisée pour développer les capacités de défense ? Ces questions économiques sont complexes, car l'augmentation des dépenses de défense résulte d'une transformation structurelle de la sécurité européenne. D'une part, les dépenses de défense visant principalement à gérer les risques liés à la sécurité extérieure, il a été avancé que le multiplicateur budgétaire sur la production serait probablement faible. L'augmentation des dépenses de défense consiste essentiellement à essayer de contrôler les dommages potentiels. Par conséquent, une grande partie de ces dépenses étant destinées à éviter une issue plus défavorable, il a été souligné qu'elles étaient peu susceptibles de renforcer durablement le potentiel de l'économie. En outre, les individus étant plus réticents à investir et à consommer face à l'insécurité, cela pourrait peser sur la production. D'autre part, il a également été avancé que les multiplicateurs budgétaires liés aux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

dépenses de défense pourraient être plus élevés que ceux qui correspondent aux hypothèses des projections, selon la part des dépenses consacrée aux importations et à la recherche et au développement.

Dans un contexte de tensions géopolitiques croissantes et d'augmentation des dépenses de défense, les membres du Conseil ont partagé la perception d'une pression accrue sur les finances publiques dans la zone euro. Les projections suggèrent qu'aucune réduction des déficits publics n'est à attendre. Les déficits budgétaires demeurant élevés, la politique budgétaire est contrainte et pourrait *in fine* ne pas être en mesure de stimuler durablement la demande agrégée. Dans ce contexte, le manque de dynamisme économique, malgré la résilience de l'économie, constitue un défi supplémentaire pour la politique budgétaire future. Compte tenu de la faiblesse persistante des fondamentaux budgétaires, il a également été avancé qu'un assainissement budgétaire était de plus en plus nécessaire dans certains pays de la zone euro. En outre, il est nécessaire de souligner l'importance d'un cadre budgétaire solide et crédible à moyen terme.

Dans un contexte de défis économiques croissants et avec toutes les mesures nécessaires prises par la politique monétaire pour préserver la stabilité des prix, le besoin de réformes structurelles dans la zone euro est plus important que jamais. Le ralentissement progressif de la croissance potentielle de la production, s'établissant à 1 % environ contre 2 % environ au début des années 2000, reflète le manque de dynamisme de l'économie de la zone euro et suggère qu'elle pourrait afficher une bien meilleure croissance. L'Europe devrait faire un choix stratégique conscient pour affirmer un rôle indépendant et significatif à l'échelle mondiale.

Toutefois, peu de progrès ont été accomplis jusqu'à présent en matière de réformes structurelles, malgré les rapports de Mario Draghi et Enrico Letta et la boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne. Il a été suggéré que la réalisation du marché unique n'avait pas beaucoup progressé depuis 1992 et que les barrières à la concurrence et à l'entrée dans le secteur des services restaient importantes, y compris entre les pays de la zone euro. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs pourrait jouer un rôle de soutien en identifiant une courte liste d'initiatives granulaires susceptibles d'avoir un impact concret, telles que des mesures en faveur de projets de réforme clés visant à renforcer le marché unique et àachever l'union des marchés de capitaux.

Il a également été estimé que l'amélioration des performances économiques nécessiterait des changements profonds dans la structure économique et une appétence pour le risque, et que les gouvernements nationaux pourraient ne pas disposer d'un soutien public suffisant pour mettre en œuvre des réformes structurelles significatives. Par conséquent, il est nécessaire de se concentrer davantage sur les réformes structurelles européennes, telles que le renforcement du marché unique, même s'il a également été estimé que la politique monétaire devrait soutenir la croissance dans la mesure du possible, car il serait plus facile de mettre en œuvre des réformes structurelles lorsque les conditions de la demande sont vigoureuses et que le marché du travail est dynamique.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont souligné le besoin urgent de renforcer la zone euro et son économie dans le contexte géopolitique actuel. Ils se sont félicités de l'appel lancé par la Commission européenne pour que les gouvernements privilégient la soutenabilité des finances publiques, les investissements stratégiques et les réformes structurelles favorables à la croissance. Libérer le plein potentiel du marché unique est crucial. 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 l'euro numérique.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que, si les tensions commerciales se sont atténuées, l'environnement international toujours volatil pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et peser sur la consommation et l'investissement. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux 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, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, associées à des réformes visant à accroître la productivité, pourraient se traduire par une hausse de la croissance plus importante qu'anticipé. Une amélioration de la confiance pourrait stimuler les dépenses privées.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'inflation en rythme annuel a évolué dans une fourchette étroite depuis le printemps et s'est maintenue à 2,1 % en novembre. Les prix de l'énergie ont baissé de 0,5 % par rapport à un an auparavant, après une plus forte diminution en octobre. La hausse des prix des produits alimentaires s'est établie à 2,4 %, après 2,5 % en octobre et 3,0 % en septembre. L'inflation hors énergie et produits alimentaires est restée stable à 2,4 %, l'inflation dans le secteur des biens et celle dans les services ayant évolué en sens opposé. La hausse des prix des biens est revenue à 0,5 % en novembre, après 0,6 % en octobre et 0,8 % en septembre. L'inflation dans les services a augmenté, ressortant à 3,4 % en octobre et 3,5 % en novembre, après 3,2 % en septembre.

Les membres du Conseil ont salué le fait que l'inflation continuait d'osciller autour de 2 % depuis quelques mois. Toutefois, les tensions sur les prix ont été plus persistantes qu'anticipé dans les projections de juin et de septembre. Si la forte baisse des prix du pétrole et du gaz a récemment apporté une importante contribution négative à l'inflation, la hausse des prix de l'énergie a été plus marquée que prévu compte tenu de l'évolution des prix des matières premières. Cela s'explique par une augmentation des marges de raffinage au cours des derniers mois, en partie en raison de l'incertitude liée aux sanctions sur l'énergie. La transmission des prix des matières premières aux prix de détail a donc été plus faible que prévu. Cela explique en grande partie l'inflation plus élevée que prévu au second semestre 2025.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

La principale surprise depuis la réunion d'octobre a été le ralentissement nettement moins marqué que prévu de la croissance de la rémunération par tête, qui a progressé à un taux annuel de 4 % au troisième trimestre, constituant la troisième surprise à la hausse consécutive. Cela a été particulièrement notable dans la plus grande économie de la zone euro. Cette surprise résulte de versements intervenus en sus des salaires négociés et n'est donc pas prise en compte par l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui couvre uniquement les salaires négociés. Il a été avancé que la forte croissance des salaires était probablement l'une des raisons pour lesquelles l'inflation dans les services était restée plus rigide que prévu. Par rapport aux projections de mars, le ralentissement de l'inflation dans les services a été plus faible que prévu et son *momentum* est actuellement plus élevé qu'il y a un an. La hausse des prix des services est également demeurée bien au-dessus des moyennes historiques. Comme l'inflation dans les services s'établissait à 4 % en novembre 2023, puis à 3,9 % un an après, avant de ne revenir qu'à 3,5 % deux ans plus tard, il a été suggéré que le « dernier kilomètre » de la désinflation, entamé il y a deux ans, n'était pas encore totalement parcouru.

Toutefois, même si la ventilation complète des données de l'IPCH pour novembre n'était pas encore disponible, il a été souligné que l'inflation plus élevée que prévu dans les services ne semblait pas provenir des services à forte intensité salariale. Le regain observé ces derniers mois semble résulter principalement d'une augmentation dans les services liés aux voyages, en partie imputable à la plus grande économie de la zone euro. Même si cela pourrait refléter un changement de préférence à long terme, il pourrait également s'agir d'un facteur temporaire qui s'inverserait rapidement, comme cela a été le cas pour d'autres pics récents de l'inflation dans les services qui se sont ensuite atténués. En outre, lorsque deux secteurs affichent des taux de croissance de la productivité différents mais des taux de croissance des salaires comparables, il est normal que l'inflation soit plus élevée dans le secteur dans lequel la croissance de la productivité est la plus faible, en l'occurrence les services. Il s'agit de l'effet Balassa-Samuelson, qui caractérise également la période pré-pandémique. L'inflation dans les services était alors en moyenne supérieure à 2 %, tandis que la hausse des prix des biens s'établissait généralement au-dessous de 2 %. En outre, il a été suggéré que la rigidité de l'inflation dans les services ne résultait pratiquement pas de la demande et pouvait donc être attribuée à des facteurs structurels tels qu'un manque de concurrence.

Selon les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation devrait se ralentir à court terme, essentiellement parce que les hausses passées des prix de l'énergie devraient sortir du calcul des taux annuels. Elle resterait inférieure à 2 % en moyenne en 2026 et 2027, étant donné que l'évolution des prix de l'énergie devrait être négative pendant la majeure partie de cette période et que l'inflation hors énergie devrait progressivement reculer. Il a été souligné que l'évolution négative des prix de l'énergie devrait freiner considérablement l'inflation totale jusqu'en 2027 et que les effets de base baissiers importants liés aux poussées des prix de l'énergie début 2025 brouilleront les chiffres de l'inflation totale en 2026. L'inflation devrait ensuite revenir au niveau de sa cible en 2028, du fait d'une forte hausse des prix de l'énergie. Cette perspective reflète en partie l'effet

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

haussier sur l'inflation du SEQE-2, qui devrait désormais démarrer en 2028, soit un an plus tard que supposé dans les projections de septembre établies par les services de la BCE.

La forte augmentation des prix des services explique également la révision à la hausse de l'inflation pour 2026, et la révision à la baisse relativement faible pour 2027 malgré le report du SEQE-2. Dès lors, il a été avancé que la croissance des salaires constitue un risque haussier pour les projections d'inflation. Plus particulièrement, la croissance des salaires pourrait ne plus refléter les simples effets de rattrapage, mais aussi le changement démographique rapide caractérisé par un nombre important de départs à la retraite et un ralentissement de l'immigration, dans un contexte de reprise économique et alors que le chômage se situe au-dessous du taux naturel. Une pénurie de main-d'œuvre dans les secteurs où la demande est élevée, tels que les services, et dans les secteurs qui bénéficient de l'expansion budgétaire, tels que la défense et la construction, pourrait exercer de nouvelles tensions à la hausse sur la croissance des salaires, et le marché du travail pourrait être plus dynamique qu'envisagé précédemment. Dans le même temps, il a été avancé que les projections surestiment l'effet sur l'inflation des tensions sur les salaires. Si l'accroissement du glissement des salaires dans la plus grande économie de la zone euro nécessite un suivi attentif, la situation est différente dans la plupart des autres pays, et il a également été remarqué que l'on n'observerait à l'avenir qu'une impulsion limitée liée à la hausse du salaire minimum, contrairement aux évolutions observées ces dernières années. En outre, la surprise à la hausse concernant la croissance des salaires provient de deux grandes économies de la zone euro. La performance de ces économies n'ayant pas été favorable au cours des deux dernières années et étant projetée comme devant rester relativement faible à court terme, l'accélération de la croissance des salaires est probablement temporaire. Si une si grande partie de la zone euro fait face à des difficultés, il est très difficile de se représenter l'économie de la zone en plein essor, les salaires et l'inflation s'accélérant. Dans ce contexte, il a été noté que l'hétérogénéité des performances économiques semble également se refléter dans la hausse des prix des services dans les différents pays, qui est nettement plus dispersée qu'avant la pandémie.

Les membres du Conseil ont également discuté des implications potentielles des pressions concurrentielles de la Chine pour l'inflation dans la zone euro. Les prix des exportations de la Chine vers la zone euro ont diminué plus rapidement que par le passé. Si l'augmentation des exportations chinoises vers la zone euro constitue un facteur structurel depuis longtemps, le taux de croissance correspondant s'est fortement accru au cours des deuxième et troisième trimestres 2025 par rapport au passé récent. Cela pourrait être lié au moins en partie à la hausse des droits de douane américains sur les produits chinois, qui a renforcé la nécessité pour la Chine de soutenir ses performances globales à l'exportation, notamment par le biais d'ajustements des prix à l'exportation sur d'autres marchés. Ce phénomène a affecté non seulement la zone euro, mais aussi d'autres marchés étrangers sur lesquels les exportateurs européens sont en concurrence avec les entreprises chinoises. Toutefois, il a également été suggéré que jusqu'à présent, il n'existe que peu d'éléments attestant d'un effet de plus en plus négatif sur les prix des biens de consommation dans la zone euro

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

au-delà de la déflation structurelle des prix des importations en provenance de Chine. En outre, il a été suggéré que l'effet sur l'inflation d'une réorientation plus marquée des échanges commerciaux serait limité, même dans des circonstances extrêmes. Dans le même temps, il a été souligné qu'il pourrait être plus approprié de se concentrer sur l'écart entre la hausse des prix des biens et celle des services, qui pourrait s'être creusé en raison de la baisse des prix à l'importation chinois. Tandis que la hausse des prix des biens s'est accentuée aux États-Unis, elle a été stable ou a légèrement décéléré dans la zone euro. Dans la mesure où les entreprises réorganisent leurs chaînes d'approvisionnement pour gagner en résilience, les tensions haussières structurelles sur les prix des biens pourraient avoir été contrebalancées par l'incidence baissière de la diminution des prix à l'importation des produits chinois.

Enfin, il a été suggéré que les prix des logements pourraient constituer un risque à la hausse pour les projections d'inflation, car ils ont recommencé à augmenter rapidement, soutenus par une forte demande de logements. Cependant, il a été noté qu'il est peu probable que l'offre de logements augmente, à moins que les consommateurs ne soient convaincus que les prix des logements puissent encore augmenter. Les hausses des prix des logements faisant donc partie du mécanisme d'ajustement, il reste à voir comment cela évoluera à l'avenir. Au cours de la période récente, la hausse de l'IPCH incluant les coûts des logements occupés par leurs propriétaires a été légèrement plus élevée que la hausse de l'IPCH standard. Il a été avancé, toutefois, que cet effet n'est pas suffisamment important pour influer sur les discussions de politique monétaire, en particulier compte tenu des importants décalages dans la disponibilité de ces données.

S'agissant des anticipations d'inflation, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme restent autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation autour de la cible. Les anticipations d'inflation des intervenants de marché, telles que reflétées dans les enquêtes et la compensation de l'inflation, sont globalement conformes aux projections, bien qu'il ait été souligné que les anticipations reposant sur les *inflation fixings* suggèrent une inflation légèrement inférieure à la cible en 2026 et 2027. Les anticipations d'inflation des consommateurs sont restées globalement stables, mais se sont situées à un niveau plus élevé qu'un an auparavant, en particulier pour les anticipations moyennes.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante de l'environnement international. L'inflation pourrait être plus faible si l'augmentation des droits de douane américains réduisait la demande d'exportations adressée à la zone euro et si les pays en surcapacité augmentaient leurs exportations vers la zone. En outre, une appréciation de l'euro pourrait impliquer un ralentissement de l'inflation plus marqué qu'attendu. Une hausse de la volatilité et de l'aversion au risque sur les marchés financiers pourrait peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus forte si une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse, réduisait l'offre de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

matières premières critiques et renforçait les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Une atténuation plus lente des tensions sur les salaires pourrait retarder la baisse de l'inflation dans les services. 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 des crises liées au climat et à la nature 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 ont augmenté depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les intervenants de marché ont attaché une probabilité zéro à une baisse des taux lors de la réunion de politique monétaire de décembre, et les marchés financiers ont désormais également exclu toute nouvelle baisse des taux d'intérêt. La date attendue d'un premier relèvement des taux d'intérêt a été reportée d'environ un an depuis la date d'arrêté de fin novembre pour les projections macroéconomiques de décembre. Il a été suggéré que cela peut être attribué à la résilience de l'économie, les données macroéconomiques affichant principalement des surprises à la hausse. Les taux d'intérêt à plus long terme ont retrouvé les niveaux observés avant l'annonce, en avril, d'une augmentation des droits de douane américains, principalement sous l'effet d'une hausse des taux d'intérêt réels, y compris des taux à terme réels. Il a été suggéré que ces évolutions reflètent les anticipations d'une croissance plus forte et, par conséquent, celles d'une hausse du taux d'intérêt naturel. Cette interprétation a été confortée par l'augmentation du taux d'intérêt réel à un an dans neuf ans corrigé des primes – une mesure du taux d'intérêt naturel extraite des instruments de marché couramment utilisée – de 20 points de base environ en 2025, la moitié seulement de cette hausse intervenant autour de l'annonce en mars des mesures budgétaires dans la principale économie de la zone euro. De ce point de vue, les conditions financières ne se sont pas durcies dans l'ensemble, mais ont plutôt réagi aux données devenues disponibles et sont demeurées favorables, malgré la hausse des taux de marché. Dans le même temps, il a été avancé que la communication de la BCE pourrait avoir également joué un rôle dans la hausse récente des taux de marché, et que cela a entraîné un durcissement des conditions financières.

Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est demeuré stable, à 3,3 % en octobre. L'activité de prêts hypothécaires s'est renforcée, enregistrant une croissance de 2,8 % après 2,6 % en septembre. Néanmoins, compte tenu de la période relativement longue de fixation des taux hypothécaires, il a été suggéré que la hausse des taux d'intérêt à plus long terme tout au long de l'année est susceptible de peser sur la demande de prêts hypothécaires.

Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont été globalement stables depuis l'été, après avoir diminué à la suite des baisses des taux directeurs au cours de l'année précédente. Ils sont restés à 3,5 % en octobre, sans changement par rapport à septembre. Le coût du financement par endettement de marché s'est établi à 3,4 %, soit un niveau proche de celui de septembre. La

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est établie à 2,9 % en rythme annuel en octobre, sans changement par rapport à septembre. Les émissions d'obligations d'entreprise ont augmenté de 3,2 %, restant à un niveau également inchangé.

Récemment, les prêts bancaires aux entreprises ont davantage concerné les grandes entreprises et les entreprises moins risquées. Bien qu'il ait été affirmé qu'il n'existe actuellement aucune restriction du crédit, des inquiétudes ont été exprimées quant à l'accès au crédit pour les entreprises plus risquées et pour les petites et moyennes entreprises (PME), ce qui pourrait également limiter la capacité de certaines entreprises à introduire l'IA dans leurs processus opérationnels courants. Ces contraintes de financement pourraient être en partie liées aux exigences importantes en matière de garanties pour les PME. L'insuffisance des garanties pourrait donc limiter la capacité d'emprunt des PME, un sujet qui mérite d'être approfondi. Les membres du Conseil se sont également demandé si la petite taille des marchés de financement privés dans la zone euro, par rapport aux États-Unis, est susceptible de créer des difficultés de financement dans certains secteurs, tant pour les nouvelles start-ups que pour les entreprises souhaitant se développer de façon importante. Dans le même temps, il a été avancé que les start-ups et les innovateurs en IA de type *business-to-business* sont en mesure d'attirer des financements suffisants.

Les banques de la zone euro ont également accru leurs prêts au secteur de l'intermédiation financière non bancaire (IFNB). Cela semble entraîner une éviction de leurs prêts aux entreprises. S'agissant des placements en actions, le secteur de l'IFNB a récemment accru son allocation aux entreprises des États-Unis par rapport à celles de la zone euro. Toutefois, il est difficile de savoir dans quelle mesure les institutions financières non bancaires à l'origine de cette évolution sont les mêmes que celles qui ont reçu un financement plus important des banques. Ces évolutions ont néanmoins souligné la nécessité d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement, afin de créer davantage d'opportunités d'investissement dans la zone euro.

Le Conseil des gouverneurs a procédé à son évaluation semestrielle approfondie des liens entre la politique monétaire et la stabilité financière. Comme indiqué dans la *Financial Stability Review* de novembre, les vulnérabilités pesant sur la stabilité financière sont élevées. L'incertitude géopolitique, l'incidence des droits de douane et la possibilité d'une réévaluation soudaine sur les marchés financiers mondiaux font peser des risques sur la stabilité financière de la zone euro, dans un environnement où les marchés boursiers mondiaux se situent à des niveaux proches de leurs points hauts historiques et où les écarts de rendement des obligations d'entreprises atteignent des points bas historiques. Ces risques pesant sur la stabilité financière sont principalement liés à d'éventuels effets de contagion en provenance des États-Unis. Les marchés financiers américains montrent des signes d'exubérance, les valorisations des actions américaines, en particulier pour les actifs liés à l'IA, demeurant particulièrement élevées et susceptibles de faire l'objet d'une correction. Les risques pesant sur la stabilité financière aux États-Unis pourraient encore s'accumuler en raison d'une politique monétaire américaine plus accommodante. En outre, la situation budgétaire aux États-Unis

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

suscite des inquiétudes croissantes en raison de la persistance de déficits élevés, de l'augmentation du coût du service de la dette et de l'importance des besoins d'emprunt, autant d'éléments aggravés par un fort déficit du compte des transactions courantes. Toute correction de marché de grande envergure aux États-Unis se traduirait probablement par une transmission forte et rapide à la zone euro, amplifiée par l'exposition croissante du secteur de l'IFNB dans la zone euro aux actifs américains.

La dernière revue de la stabilité financière a également mis en évidence les risques liés aux interconnexions entre le secteur de l'IFNB et les banques. Par conséquent, l'exposition significative du secteur de l'IFNB aux obligations souveraines pourrait constituer un risque futur pour la stabilité financière, compte tenu des déficits budgétaires importants et des perspectives difficiles en matière de budget dans certaines économies de la zone euro, et doit être attentivement suivie. Les liens entre les marchés de financement privés et le système bancaire constituent une autre source de préoccupation. Les marchés de capital-investissement et les marchés du crédit privés affichent une croissance très rapide. Ces instruments peuvent comporter de multiples couches d'endettement, avec des niveaux globaux parfois très élevés, allant au-delà de la couche d'endettement à l'échelle du fonds pour englober l'endettement des sociétés bénéficiant d'un financement et celui des investisseurs institutionnels ayant investi dans ce type de fonds. Actuellement, les fonds privés rencontrent également des difficultés à céder les actifs détenus en portefeuille, ce qui indique que les valorisations pourraient être incorrectes. Le secteur recourt de plus en plus aux fonds de continuation pour démontrer qu'il est en mesure de céder des actifs, une approche que les membres du Conseil considèrent problématique.

Le risque pesant sur la stabilité financière évolue également vers de nouveaux instruments et de nouveaux canaux et devient de plus en plus complexe. Un exemple en est l'augmentation du volume de *swaps* de défaut de crédit (CDS) utilisés comme protection contre le risque de crédit lié à l'IA, compte tenu du recours accru à l'endettement des *hyperscalers*. Le lien entre le secteur des cryptoactifs et le marché boursier constitue un autre signe de cette complexité croissante. Par exemple, la corrélation du bitcoin avec les cours des actions s'est récemment renforcée, et il est apparu que la volatilité des actions du secteur de l'IA influe sur les prix du cryptoactif. Le report sur l'or à l'échelle mondiale révèle également des préoccupations plus globales sur les marchés.

Dans l'ensemble, une détérioration du sentiment à l'égard des marchés financiers dans le monde et une augmentation de la volatilité pourraient entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque dans la zone euro, ce qui pourrait freiner la consommation et l'investissement et, par conséquent, peser sur la croissance et l'inflation. Dans le même temps, les banques de la zone euro sont résilientes, soutenues par des ratios de fonds propres et de liquidité solides, ainsi que par une qualité des actifs et une rentabilité robustes. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

## 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 qu'elle se situe dans une fourchette étroite depuis le printemps. Ils estiment que les informations récentes et les projections macroéconomiques de décembre sont globalement conformes à leur précédente évaluation des perspectives d'inflation. L'inflation est demeurée satisfaisante et devrait rester proche de la cible de 2 % au cours des prochains trimestres, tout en se stabilisant autour de la cible à moyen terme. Les projections macroéconomiques de décembre prévoient que l'inflation totale revienne, en moyenne, à 1,9 % en 2026 et 1,8 % en 2027, avant de se redresser à 2,0 % en 2028. L'écart d'inflation au-dessous de la cible prévu en 2026 est plus faible qu'anticipé dans les projections macroéconomiques de septembre, principalement parce que les projections tablent désormais sur un ralentissement plus graduel de la hausse des prix des services. Compte tenu des surprises macroéconomiques positives, l'inflation a également été révisée à la hausse sur les horizons ultérieurs en excluant l'impact du SEQE-2, qui a été décalé dans le temps. Toutefois, il a été souligné que les dernières projections macroéconomiques continuent d'anticiper une sous-évaluation persistante de l'inflation pour les deux prochaines années, l'inflation revenant à la cible plus lentement qu'anticipé précédemment. De plus, le retour à la cible en 2028 devrait être soutenu par un effet haussier de 0,2 point de pourcentage sur l'inflation à la suite de l'introduction du SEQE-2. 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, certains membres jugeant que la distribution des risques s'était déplacée à la hausse depuis la réunion précédente, tout en reconnaissant que les risques à la baisse demeuraient importants. Les perspectives d'inflation restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité persistante de l'environnement international et des risques géopolitiques élevés. Des risques multiples, significatifs continuent de peser sur l'inflation dans les deux sens. Il est important d'être très attentif à ces risques et d'éviter de se concentrer de manière excessive sur les perspectives de référence. Cela est particulièrement vrai dans la mesure où beaucoup de ces risques sont nouveaux et n'apparaissent pas dans les séries de données historiques, tout en étant très élevés. Par conséquent, la modélisation de ces risques est soumise à une forte incertitude. En particulier, il n'existe pas d'exemples historiques en lien avec les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

développements récents en matière de politique commerciale, l'évolution de l'IA ou les changements structurels liés à l'engagement évolutif de la Chine dans l'économie mondiale, et c'est aussi la première fois que l'on observe une hausse significative des dépenses de défense dans l'histoire de la zone euro.

Certains membres du Conseil considèrent que les risques pesant sur l'inflation sont orientés à la baisse. De ce point de vue, il a été souligné que les droits de douane sur les exportations de la zone euro vers les États-Unis ont fortement augmenté depuis le début de l'année malgré l'accord commercial entre les États-Unis et l'UE, des effets décalés étant encore susceptibles de se matérialiser. L'inflation pourrait se révéler plus faible si la hausse des droits de douane américains réduisait la demande d'exportations adressée à la zone euro et si les pays en surcapacité augmentaient leurs exportations à destination de la zone euro. Dans ce contexte, il a été avancé que les pressions concurrentielles provenant de Chine s'étaient intensifiées, les prix des exportations à destination de la zone euro diminuant plus vite que dans le passé et les volumes d'exportations s'inscrivant en hausse rapide. Même si cela fait longtemps que la Chine accroît de façon structurelle ses parts de marché à l'exportation au niveau mondial, il a été suggéré que le rythme actuel était anormal. Un euro plus fort, potentiellement soutenu par une politique monétaire américaine plus accommodante que prévu et la dépréciation du dollar qui y serait associée, pourrait également accentuer les effets des droits de douane et entraîner une baisse de l'inflation plus marquée qu'attendu. Il a également été avancé que les possibles effets positifs de l'IA, qui constitue à présent une part importante de l'investissement dans la zone euro, pourraient doper la production potentielle et signifier que l'écart de production pourrait ne pas se refermer aussi vite qu'anticipé, faisant par conséquent peser un risque baissier sur les perspectives d'inflation. De plus, sans l'effet à la hausse attendu du SEQE 2 sur l'inflation projetée en 2028, un retour durable de l'inflation à la cible après le niveau inférieur à celle-ci attendu en 2026 et 2027 serait encore retardé. Les effets de l'expansion budgétaire sur la croissance et l'inflation pourraient également se révéler plus limités que prévu s'ils 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. À la suite de la récente surprise à la hausse concernant la croissance des salaires, il pourrait également y avoir des risques à la baisse liés à la croissance des salaires à venir. Enfin, une inquiétude généralisée a été exprimée quant aux risques pesant sur la stabilité financière et il a été suggéré que la probabilité de leur matérialisation pourrait être en hausse. Une augmentation 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 et, par conséquent, également faire baisser l'inflation.

Quelques membres du Conseil considèrent que les risques pesant sur l'inflation sont orientés à la hausse. De ce point de vue, certains risques à la hausse, notamment liés à la croissance des salaires et à l'inflation dans le secteur des services, se sont intensifiés. L'inflation dans les services est rigide et cela risque de persister. La croissance des salaires a continué de dépasser les anticipations et une réduction plus lente des tensions sur les salaires pourrait retarder la baisse de l'inflation dans les

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

services. Cela pourrait résulter à la fois de facteurs conjoncturels, tels qu'une pénurie de main-d'œuvre dans des secteurs à forte demande en situation de chômage déjà inférieur au taux naturel, et de facteurs démographiques réduisant l'offre de main-d'œuvre. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également accroître l'inflation plus généralement à moyen terme. De plus, il a été suggéré que la relance budgétaire à court terme nécessiterait par la suite des efforts d'assainissement budgétaire susceptibles d'inclure un alourdissement de la fiscalité indirecte, faisant par conséquent peser un nouveau risque à la hausse sur l'inflation à long terme. S'agissant des tensions commerciales, l'inflation pourrait se révéler plus forte si des chaînes d'approvisionnement mondiales plus fragmentées poussent à la hausse les prix à l'importation, réduisent l'offre de matières premières critiques et renforcent les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Il a également été suggéré que la réorientation des échanges commerciaux de la Chine vers la zone euro à des prix anormalement bas n'avait pas été aussi importante que l'on avait craint, que les effets avaient jusqu'à présent été faibles et que ce canal était peu susceptible d'exercer un effet significatif sur l'inflation dans le futur, même dans des circonstances extrêmes. À cet égard, il a été avancé que le bas niveau des prix à l'importation et la déflation en provenance de Chine sont un phénomène structurel qui existe depuis longtemps et que peu de signes laissent entrevoir des effets supplémentaires de la réorientation des échanges commerciaux après la hausse des droits de douane. Plus généralement, d'autres risques à la baisse pesant sur l'inflation, liés à la demande extérieure et à la compétitivité de la zone euro, ne se sont pas matérialisés jusqu'à présent, l'environnement commercial mondial s'étant récemment amélioré et le taux de change de l'euro étant resté globalement stable depuis juillet. Il a également été suggéré que des risques à la hausse résultant des prix de l'énergie pourraient peser sur l'inflation, en raison d'une possible escalade des tensions au Venezuela et de la possibilité que les niveaux actuellement relativement bas des prix de l'énergie aient accru la probabilité de surprises à la hausse dans le futur, en particulier compte tenu du redressement attendu de l'économie mondiale. Enfin, 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.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les mesures ont peu évolué ces derniers mois et les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'elles restaient conformes à la cible de 2 % à moyen terme. Toutefois, il a été noté que certains indicateurs de l'inflation sous-jacente, notamment l'inflation *core*, ont récemment surpris à la hausse. Selon les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, on s'attend désormais à ce que l'inflation hors énergie et produits alimentaires reste supérieure à 2 % en 2026, avant de se stabiliser autour de 2 % par la suite. L'inflation hors énergie devrait afficher un profil similaire, se stabilisant autour de 2 % sur les dernières années de l'horizon de projection. La hausse de l'inflation *core* attendue en 2026 reflète une nette hausse de l'inflation dans les services, étroitement liée à l'inflation intérieure. Il a donc été avancé que le renchérissement des services constituait l'aspect de l'inflation le plus étroitement lié à la politique monétaire, et que l'inflation intérieure demeurait un indicateur important pour juger des progrès de la désinflation. Il a été

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

suggéré qu'une forte croissance des salaires était l'une des raisons pour lesquelles l'inflation dans les services était bien plus rigide qu'anticipé précédemment. Alors que la croissance des bénéfices unitaires est restée inchangée au troisième trimestre, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté à un rythme légèrement plus élevé qu'au deuxième trimestre. La rémunération par tête a augmenté davantage que prévu dans les projections de septembre. Cela étant, les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, suggèrent que la croissance des salaires se ralentirait au cours des prochains trimestres, avant de se stabiliser un peu au-dessous de 3 % vers fin 2026. Il a également été suggéré que la rigidité de l'inflation dans les services pouvait être liée à des facteurs structurels, et dans ce cas, il serait plus pertinent d'inciter à des réformes structurelles plutôt que d'appeler la politique monétaire à essayer d'y remédier en comprimant la demande agrégée.

Enfin, la transmission de la politique monétaire demeure fluide et efficace. Des conditions de financement plus favorables à la suite des réductions passées des taux d'intérêt ont soutenu l'investissement et par conséquent contribué à la croissance économique. Toutefois, un éventuel effet d'éviction des prêts aux entreprises lié à l'augmentation des prêts bancaires accordés au secteur de l'IFNB pourrait entraver l'investissement et saper la croissance dans le futur. Il existe également un risque que les conditions financières se resserrent en raison d'une forte correction sur les marchés financiers. Si cela arrivait, cela pourrait affecter la consommation et surtout l'investissement, ce dernier étant hautement sensible aux conditions financières, et ainsi peser sur l'inflation et les perspectives économiques.

## 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 actualisée établie par le Conseil des gouverneurs a de nouveau confirmé que l'inflation devrait se stabiliser à la cible de 2 % à moyen terme, les données disponibles confirmant également que l'économie demeure solide. Les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème ont renforcé la confiance dans les perspectives à moyen terme. Malgré un environnement mondial difficile, l'activité économique dans la zone euro s'est révélée plus résistante qu'anticipé, avec une demande intérieure solide et les premiers effets de la forte impulsion budgétaire. La croissance économique devrait être plus robuste que dans les projections de septembre, portée notamment par la demande intérieure. Le chômage se situe à des niveaux historiquement bas et devrait encore baisser. Les perspectives d'inflation restent en bonne position. L'inflation devrait rester autour de la cible sur l'horizon de projection, sa trajectoire étant plus proche de la cible que dans les projections de septembre. Considérées dans leur ensemble, les données disponibles depuis la réunion d'octobre et les projections de décembre vont nettement dans le sens d'un maintien à un niveau inchangé de la politique monétaire. Même si l'environnement reste plus incertain que d'ordinaire, le niveau actuel des taux directeurs fournit

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

également une flexibilité suffisante 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 possibles. Cela signifie que le Conseil des gouverneurs peut se montrer patient, même si la patience ne doit pas être confondue avec une hésitation à agir ou le fait d'être asymétrique. Globalement, la BCE se situe actuellement en bonne position du point de vue de la politique monétaire, mais cela ne signifie pas que l'orientation de politique monétaire doive être vue comme statique.

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 restent plus incertaines que d'ordinaire, en raison d'un nombre élevé de risques nouveaux, ainsi que de la possibilité d'une inflation élevée et de chocs de croissance dans les deux sens. Par conséquent, il est important pour le Conseil des gouverneurs de conserver une totale optionalité dans les deux sens pour ses prochaines réunions et de faire preuve d'agilité pour réagir rapidement, si nécessaire, aux nouvelles informations modifiant les perspectives ou à des chocs importants. La communication devrait donc rester prudente et continuer à ne pas s'engager concernant la trajectoire future des taux d'intérêt. En particulier, il est important de ne pas donner l'impression que la prochaine décision ira dans un sens ou dans l'autre, ni de suggérer un biais de resserrement ou un biais accommodant.

Pour la suite, les membres du Conseil ont réfléchi à d'éventuelles stratégies pour la future politique monétaire. Même si les perspectives de base sont favorables, avec une croissance régulière, solide et une inflation qui devrait rester proche de la cible, il est important d'éviter de mettre l'accent de manière excessive sur le scénario de base, étant donné les risques et incertitudes importants qui entourent les perspectives futures. De nombreux risques différents, ayant chacun la capacité d'affecter significativement la stabilité des prix, ont été examinés. Par conséquent, en ligne avec la stratégie actualisée de politique monétaire adoptée plus tôt dans l'année, l'environnement actuel demande une évaluation attentive et constante de ces risques. Les éventuelles surprises en matière de données doivent faire l'objet d'un suivi attentif et d'une analyse systématique. À cet égard, il est important de vérifier si l'inflation dans le secteur des services et la croissance des salaires se ralentissent comme prévu, et si l'inflation *core* continue de s'inscrire en baisse régulière comme anticipé, afin de confirmer que le processus de ralentissement de l'inflation intérieure demeure intact. Étant donné que la reprise économique en cours est principalement fondée sur la demande intérieure, il convient également de

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

vérifier si l'investissement demeure robuste et si la consommation se redresse comme prévu. De plus, il est nécessaire de suivre attentivement la vigueur de la transmission de la politique monétaire, notamment via l'évolution des conditions de financement et des prêts bancaires, afin de jauger le caractère accommodant ou restrictif de l'orientation actuelle de la politique monétaire. Dans le même temps, s'il est relativement facile de surveiller les risques liés à l'évolution de certaines tendances étant donné le flux continu de données disponibles, certains des risques examinés sont très élevés, hautement imprévisibles et ont peu, voire pas de précédent historique, ce qui signifie qu'il est difficile de prévoir la manière dont ils évolueront ou leurs effets potentiels.

Dans ce contexte, la réalité à laquelle le Conseil des gouverneurs sera confronté lors de ses prochaines réunions est susceptible de nettement diverger des perspectives actuelles présentées dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. Dans ce contexte, on ne devrait pas voir le calibrage de la politique monétaire comme une trajectoire prédéfinie que l'on suit, mais plutôt comme une évaluation continue des risques, des arbitrages, de la capacité de résistance de l'économie et des conséquences de ceux-ci pour les perspectives d'inflation.

Cela étant, il a été mentionné que l'atténuation des risques à la baisse depuis septembre signifiait que le maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel représentait une trajectoire assez solide dans le cadre des perspectives de base, avec une période prolongée de taux stables probablement appropriés en l'absence de chocs importants si les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation totale et l'inflation *core* se matérialisent. De ce point de vue, il a également été avancé que si l'inflation *core* ne reculait pas comme prévu, ce pourrait être le signe que la politique monétaire est plus accommodante que l'on ne pense actuellement. C'est une possibilité car un taux d'intérêt naturel en hausse pourrait rendre la politique monétaire plus accommodante au fil du temps. Dans ce contexte, il a été noté que l'augmentation des taux d'intérêt à long terme à la suite du point bas enregistré après avril est allée de pair avec une amélioration des perspectives macroéconomiques, reflétant peut-être des anticipations de croissance plus fortes et un taux d'intérêt naturel plus élevé. Il a également été suggéré qu'un taux d'intérêt naturel en hausse pouvait être lié à l'amélioration progressive de la croissance de la productivité actuellement observée, qui pourrait être en partie de nature structurelle et liée à une utilisation plus large de nouvelles technologies de l'information et de la communication, notamment l'IA. Toutefois, même si la forte hausse de l'investissement associée à l'IA est susceptible d'exercer des pressions haussières sur le taux d'intérêt, il a également été noté qu'une augmentation significative de la productivité liée à l'application de l'IA pourrait se révéler désinflationniste en réduisant les coûts marginaux, ce qui signifie que les implications globales pour la trajectoire de la politique monétaire sont ambiguës parce que ces deux forces évoluent en sens opposé. De plus, ces effets pourraient se manifester différemment en Europe et aux États-Unis si l'investissement dans l'IA se concentrerait aux États-Unis. Cela tient au fait que l'intérêt prononcé de l'Europe pour des rendements élevés attendus des actions du secteur de la technologie aux États-Unis pourrait – si cette épargne s'orientait vers l'étranger – déclencher une hausse du taux d'épargne dans la zone euro sans hausse correspondante de l'investissement

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

intérieur. Dans tous les cas, les implications possibles de l'IA et de la transformation numérique pour la politique monétaire nécessitent un suivi attentif et une évaluation approfondie.

Dans le même temps, il a été mentionné que la reprise économique restait fragile, notamment parce que la composition de la croissance s'est récemment réorientée vers l'investissement privé, qui est très sensible aux prévisions de croissance et aux conditions financières. Conjugué au redressement modéré de la consommation, ce tableau suggère que la demande intérieure est peu susceptible d'exercer des tensions significatives sur l'inflation. Le scénario de base pour l'inflation intègre également un niveau invariablement inférieur à la cible pendant deux ans, voire trois ans lorsque l'on exclut les effets ponctuels de l'introduction du SEQE-2 en 2028. Cela constitue une source de préoccupation car, si cela se réalise, un niveau inférieur à la cible sur une période aussi longue risquerait d'entraîner un désancrage à la baisse des anticipations d'inflation. Il a également été observé qu'une augmentation des taux d'intérêt de marché avait été enregistrée depuis la date d'arrêté des projections établies par les services de l'Eurosystème, fin novembre, même s'il a été noté que l'effet de cette hausse serait faible considéré dans le contexte plus large de la situation globale. Cependant, étant donné les modestes perspectives de croissance et d'inflation, la matérialisation des risques à la baisse pourrait facilement entraîner une quasi-stagnation des taux de croissance et un niveau encore davantage inférieur à la cible d'inflation. Étant donné ces considérations, il pourrait être justifié de se montrer accommodant, dans la mesure où cela pourrait soutenir une hausse de l'investissement et de la croissance potentielle. Il a également été avancé qu'il était important de réaffirmer clairement que la cible du Conseil des gouverneurs était complètement symétrique et de se préserver de toute perception erronée, par le marché, selon laquelle le Conseil des gouverneurs hésiterait à réduire les taux même si l'inflation s'établissait à un niveau inférieur à la cible sur l'essentiel de l'horizon de projection. De ce point de vue, une inquiétude a été exprimée quant à un potentiel découplage entre les anticipations des marchés relatives à l'inflation et celles relatives aux taux d'intérêt. Il a été suggéré que la sensibilité des anticipations de taux d'intérêt aux anticipations d'inflation extraites des prix de marché a diminué au cours de l'année écoulée, affaiblissant ainsi un important facteur de stabilisation provenant des marchés financiers. Toutefois, il a également été avancé que la valorisation actuelle par le marché des taux d'intérêt est cohérente avec les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, en particulier après ajustement des *inflation fixings* pour y intégrer une composante tabac. Compte tenu de l'orientation à moyen terme du Conseil des gouverneurs, qui autorise des écarts modérés et à court terme de l'inflation par rapport à la cible, et étant donné que l'écart attendu est susceptible d'être temporaire, puisqu'il est en grande partie imputable aux prix de l'énergie, les taux d'intérêt intégrés par le marché sont jugés cohérents avec les derniers *inflation fixings* et conformes à la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs. Néanmoins, cette question mérite une réflexion plus approfondie.

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 18 décembre 2025](#)

#### **Communiqué de presse**

[Décisions de politique monétaire](#)

### **Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 17-18 décembre 2025**

#### **Membres**

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Cipollone

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. Scicluna \*

Mr Šimkus

M. Sleijpen

M. Stournaras

M. Villeroy de Galhau \*

M. Vujčić

M. Wunsch

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en décembre 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

Mme Brezigar, remplaçante de M. Dolenc, vice-gouverneur de la Banka Slovenije

M. De Backer

M. Demarco

M. Gilbert

M. Horváth

M. Kaasik

M. Leppin

M. López

M. Lünnemann

M. Madouros

M. Nicoletti Altimari

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Mme Pelekanou

Mme Raposo

M. Rutkaste

M. Šiaudinės

M. Šošić

Mme Stiftinger

M. Välimäki

#### **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 5 mars 2026.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.