

Réunion des 4 et 5 février 2026

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 4 et le jeudi 5 février 2026

5 mars 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 précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 17 et 18 décembre 2025, l'incertitude géopolitique a fortement augmenté, et l'incertitude en matière de politique commerciale a brièvement rebondi jusqu'aux niveaux observés à l'été 2025. Cependant, la volatilité des marchés d'actions n'a que légèrement augmenté, dans une bien moindre mesure qu'au cours des précédents épisodes de tensions, tandis que la volatilité sur les marchés obligataires a peu réagi aux chocs de risque et a poursuivi sa trajectoire baissière. L'appétence pour le risque des investisseurs est restée très peu affectée par les récentes perturbations, et les indices d'appétence pour le risque de la zone euro et des États-Unis sont proches de leurs plus hauts niveaux depuis la crise financière mondiale de 2008.

Deux facteurs expliquent la réaction globalement contenue du marché. Le premier facteur a été un changement de réaction face aux chocs d'aversion au risque, les investisseurs semblant faire de plus en plus abstraction du « bruit ». Alors que l'annonce relative aux droits de douane faite par les États-Unis le 2 avril 2025 avait déclenché de fortes corrections sur les marchés d'actifs du fait des rééquilibrages effectués par les investisseurs, qui avaient délaissé les actifs plus risqués et ceux libellés en dollar américain au profit d'actifs plus sûrs libellés en devises autres que le dollar, la menace de droits de douane du 17 janvier 2026 en lien avec l'intérêt des États-Unis pour le Groenland n'a donné lieu qu'à des corrections de courte durée sur les marchés d'actions et

obligataires. Les seules classes d'actifs qui ont affiché sur deux semaines des réactions similaires à ces deux épisodes étant l'or et le taux de change effectif du dollar. En janvier 2026, les investisseurs ont maintenu un positionnement favorable au risque, tout en se couvrant de plus en plus contre les risques extrêmes par des réallocations vers les métaux précieux et une réduction graduelle de leurs expositions aux actifs libellés en dollars. Les données à haute fréquence relatives aux flux d'investissement montrent que les fonds d'investissement domiciliés dans la zone euro ont récemment réduit leurs expositions relatives aux actifs américains. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre, les fonds domiciliés dans la zone euro qui investissent en actions et en obligations américaines ont attiré des flux moins importants que ceux qui investissent dans des obligations ou des actions d'Europe occidentale. Cette dynamique de flux, conjuguée à l'augmentation des opérations de couverture des expositions en dollar, a contribué à la forte dépréciation récente du dollar en termes effectifs nominaux par rapport à un large éventail de devises, dont l'euro. L'euro s'est apprécié de 1 % par rapport au dollar depuis la précédente réunion, tandis qu'en termes effectifs nominaux, il s'est déprécié de 0,3 % au cours de la même période, ce qui montre que son renforcement vis-à-vis du dollar est entièrement déterminé par la faiblesse du dollar plutôt que par la vigueur de l'euro.

Si l'on examine plus en détail les déterminants et risques qui influent sur le taux de change EUR/USD, ce dernier s'est davantage découplé des différentiels de taux d'intérêt. En d'autres termes, l'affaiblissement du dollar américain n'a pas résulté principalement des anticipations relatives à la politique monétaire. L'appréciation de l'euro depuis décembre 2025 est principalement attribuable à des chocs de risque qui ont eu un effet négatif sur le dollar car ils émanaient majoritairement des États-Unis eux-mêmes. La politique monétaire de la zone euro et celle des États-Unis ont eu un impact moindre et, en termes nets, globalement neutre sur le taux de change.

Le second facteur expliquant les répercussions limitées des mesures américaines sur les marchés est la résilience persistante de l'économie mondiale. Les données macroéconomiques disponibles ont majoritairement surpris à la hausse au cours des six derniers mois, aussi bien dans la zone euro qu'aux États-Unis, reflétant une dynamique de croissance robuste et plus forte que prévu des deux côtés de l'Atlantique.

Les *inflation fixings* dans la zone euro, qui sont liés à l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors tabac, ont été révisés à la hausse depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de décembre. Après quelques fluctuations pour le premier semestre 2026, reflétant en grande partie des effets de base liés à l'énergie, les *inflation fixings* s'inscrivent actuellement autour de 1,8 % pour le second semestre 2026. Cela correspond à environ 1,9 % si l'on tient compte d'une estimation de la composante tabac. Une décomposition de la révision à la hausse des *inflation fixings* pour 2026 montre que la hausse des prix du pétrole et celle des prix des métaux industriels ont été les principaux contributeurs à l'augmentation substantielle (allant jusqu'à 30 points de base) de la

compensation de l'inflation. En revanche, l'appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar n'a eu qu'un modeste effet modérateur sur les perspectives d'inflation du marché.

L'incertitude entourant la trajectoire des taux directeurs de la BCE est restée faible. Les anticipations relatives aux taux directeurs de la BCE se sont légèrement assouplies par rapport aux niveaux observés lors de la précédente réunion de politique monétaire. La BCE devrait maintenir ces taux inchangés en 2026 et possiblement en 2027. Les marchés n'intègrent un relèvement des taux de 25 points de base qu'au début de l'année 2028. Dans le même temps, la trajectoire attendue des taux directeurs aux États-Unis a été légèrement révisée à la hausse à court terme.

La faible révision à la baisse de la trajectoire attendue des taux directeurs dans la zone euro s'est transmise le long de la courbe aux taux sans risque à long terme. Les effets de propagation venus des États-Unis ont joué un rôle limité au cours des dernières semaines, tandis que les chocs de risque mondiaux ont exercé une légère pression haussière sur les taux à long terme.

L'environnement macroéconomique et de risque favorable s'est reflété dans la vigueur des prix des actions. Depuis décembre 2025, les actions de la zone euro ont affiché de meilleures performances que le S&P 500, soutenues par un rebond marqué des actions européennes du secteur de la défense dans un contexte de hausse des tensions géopolitiques. En revanche, les secteurs sensibles aux droits de douane ont continué d'afficher de moins bonnes performances, montrant que les marchés établissent des distinctions entre les secteurs en dépit du fait que l'appétence pour le risque a atteint son niveau le plus élevé depuis plusieurs décennies.

Les marchés des produits à revenu fixe de la zone euro ont également bénéficié de l'amélioration du narratif de croissance de la zone euro et de la solidité du sentiment à l'égard du risque. Les écarts de rendement des obligations souveraines à dix ans par rapport aux taux des *swaps* au jour le jour se sont encore resserrés dans la plupart des pays, à l'exception notable de l'Allemagne. Une décomposition des mouvements des rendements des obligations souveraines à 5 ans depuis le début de l'année 2025 a de nouveau mis en évidence le renforcement de la confiance dans la zone euro. Si l'augmentation des taux sans risque courant 2025 a exercé une pression à la hausse sur les rendements, cet effet a été contrebalancé par la hausse des primes d'opportunité associées à la détention d'obligations souveraines de la zone euro dans de nombreuses juridictions, ainsi que par la compression des primes de risque de crédit. Sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro, les écarts de rendement se sont également resserrés davantage, ceux des obligations bien notées ont enregistré un nouveau point bas historique, et les écarts de rendement des obligations d'entreprises à rendement élevé se sont établis à leur plus bas niveau depuis 2017.

En ce qui concerne les implications des récentes évolutions de marché pour les conditions financières globales, le nouvel indice des conditions financières macrofinancières établi par les services de la BCE (ICF Macro-Finance) pour la zone euro montre que l'amélioration globale du sentiment à l'égard du risque a contribué aux conditions de financement plus favorables dans la zone euro. Cet

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

assouplissement est majoritairement attribuable à la hausse des prix des actifs risqués, mais également à des taux réels plus bas, tandis que le taux de change effectif nominal de l'euro – dont il est tenu compte dans le calcul du nouvel indice des conditions financières macrofinancières – n'a pas eu d'effet significatif.

Mme Schnabel a ensuite évoqué les évolutions du marché monétaire. Depuis que l'Eurosystème a commencé à réduire son bilan en novembre 2022, les réserves ont nettement diminué. L'abondance des réserves explique pourquoi les taux repo de la zone euro sont restés proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE.

Au fil des avancées en matière de normalisation du bilan, il serait important d'identifier les déterminants des mouvements des taux repo et d'isoler les problèmes de « tuyauterie » du marché des signaux indiquant des réserves moins abondantes. Une fois que les réserves sont devenues moins abondantes, les banques pouvaient emprunter soit sur le marché monétaire, qui redistribuait les réserves, soit par le biais d'opérations de refinancement standard, ce qui ajoutait des réserves supplémentaires au système financier. Le financement de marché est demeuré plus attractif sur la majorité des échéances que le recours aux opérations de refinancement standard de l'Eurosystème au taux de ses opérations principales de refinancement. Cela explique pourquoi, jusqu'à présent, les banques n'ont eu qu'un recours limité aux opérations de refinancement standard.

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 les informations disponibles continuent de confirmer l'évaluation faite par le Conseil des gouverneurs en décembre selon laquelle l'inflation devrait se stabiliser au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. En ce qui concerne les évolutions à court terme, la projection d'inflation de décembre prévoit un ralentissement de l'inflation hors énergie, qui devrait revenir à 2,2 % en 2026 après 2,5 % en 2025, ainsi qu'une inflation totale inférieure à sa cible sous l'effet d'une variation négative des prix de l'énergie. En effet, l'inflation totale mesurée par l'IPCH est revenue à 1,7 % en janvier, après 2,0 % en décembre, et la baisse des prix de l'énergie s'est accentuée, à - 4,1 % après - 1,9 %, tandis que la hausse des prix hors énergie s'est atténuée, s'établissant à 2,3 % après 2,4 %. S'agissant des composantes de l'inflation hors énergie, la hausse des prix des produits alimentaires s'est accélérée pour atteindre 2,7 % après 2,5 %, mais l'inflation *core* (hors énergie et produits alimentaires) a légèrement diminué, de 0,1 point de pourcentage, pour s'établir à 2,2 %. Malgré une légère accentuation de la hausse des prix des biens, à 0,4 %, cette évolution a été plus que compensée par le ralentissement de l'inflation dans le secteur des services, à 3,2 % après 3,4 %.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois et sont demeurés conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme. Pour l'avenir, la modération attendue des tensions sur les salaires suggère un nouveau recul, quoique progressif, de la hausse des prix des services.

Les indicateurs prospectifs de la croissance des salaires négociés indiquent une nouvelle modération des salaires en 2026. L'outil de suivi des salaires de la BCE incluant les paiements ponctuels lissés indique un ralentissement de la croissance des salaires négociés à 2,4 % en 2026, un taux nettement inférieur à celui de 3,2 % en 2025. Les informations disponibles tirées d'enquêtes indiquent également que les tensions sur les coûts de main d'œuvre devraient continuer de s'atténuer. Dans le même temps, le glissement des salaires a dépassé les anticipations au troisième trimestre 2025, il serait donc important d'assurer un suivi de cette composante de la rémunération par tête.

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 du Conseil des gouverneurs. Les participants à la dernière enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et à la dernière enquête auprès des analystes monétaires prévoient que l'inflation devrait, en moyenne, s'établir à 1,8 % en 2026, à 2,0 % en 2027 et à 2,0 % à plus long terme. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché continuent de suggérer que l'inflation resterait inférieure à la cible au cours des trois prochaines années.

S'agissant des dernières évolutions de l'activité mondiale, la croissance du PIB mondial est apparue plus forte que prévu aux troisième et quatrième trimestres 2025. La croissance des importations mondiales se ralentit et devrait rester inférieure à la moyenne historique à court terme, la croissance des échanges commerciaux étant particulièrement faible en dehors des secteurs de haute technologie.

Les évolutions des taux de change ont été très volatiles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de décembre. L'euro s'est légèrement apprécié vis-à-vis du dollar, mais a été globalement stable en termes effectifs nominaux. Selon les dernières données, le taux de change EUR/USD est resté proche de l'hypothèse qui sous-tendait les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, indiquant qu'il n'y a pas eu de mouvement durable par rapport aux projections.

Une forte volatilité a également été observée sur les marchés des matières premières énergétiques. Depuis la réunion de politique monétaire de décembre, les prix du pétrole ont augmenté de 10 %. Toutefois, la courbe à terme des prix du pétrole – et des prix du gaz – a continué d'afficher une pente descendante. Par rapport aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, les prix du pétrole devraient être plus élevés de 5,3 % en 2026, de 2,9 % en 2027 et de 1 % en 2028, reflétant un mouvement haussier nettement moins prononcé que la hausse au comptant des prix. Les prix du gaz ont fortement augmenté (+ 32 %) depuis la précédente réunion, la vague de froid qui a touché l'Europe ayant entraîné un déstockage rapide. Par rapport à la projection de décembre, les prix des contrats à terme sur le gaz sont ressortis en hausse de 14,5 % en 2026, mais en baisse de

1,5 % en 2027 et de 4,7 % en 2028. Les prix mondiaux des matières premières alimentaires ont diminué de 7 % depuis la réunion de décembre, mais fin janvier 2026, ils demeuraient supérieurs d'environ 50 % à leur niveau de 2020.

L'économie de la zone euro a continué de bien résister dans un environnement mondial difficile. Elle a augmenté de 0,3 % au quatrième trimestre 2025, soit 0,1 point de pourcentage au-dessus de la projection de décembre, après 0,3 % au troisième trimestre. La croissance a été principalement tirée par les services, notamment dans le secteur de l'information et de la communication. L'activité manufacturière a également bien résisté, malgré le contexte défavorable lié au commerce international et aux incertitudes géopolitiques. Les enquêtes indiquent que cette dynamique économique s'est poursuivie en janvier, les indicateurs tirés de l'indice des directeurs d'achat (PMI) relatifs à l'activité dans le secteur des services et à la production manufacturière demeurant tous deux au-dessus du seuil d'expansion, à 51,6 et 50,5, respectivement. L'activité dans le secteur de la construction s'est également redressée, soutenue par les investissements publics.

La demande intérieure devrait continuer de soutenir la croissance du PIB à court terme, en ligne avec l'évaluation réalisée en décembre par le Conseil des gouverneurs. La hausse des revenus du travail, conjuguée à la baisse du taux d'épargne des ménages, devrait continuer de soutenir la consommation privée. L'investissement des entreprises devrait également continuer de se renforcer, et les enquêtes indiquent que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. Les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient également contribuer à la demande intérieure, alors que la part de la recherche et du développement dans les dépenses en matière de défense dans la zone euro reste très faible.

Cela étant, l'environnement extérieur reste difficile, la hausse des droits de douane et l'appréciation de l'euro pesant sur les exportations de la zone euro. Le niveau des exportations au cours de la période de trois mois s'achevant en novembre a été globalement comparable au niveau de la période correspondante de l'année précédente. En excluant les produits chimiques, les exportations de la zone euro vers les États-Unis ont diminué de 5,6 % en moyenne au cours de la période de trois mois s'achevant en novembre par rapport à la même fenêtre en 2024, ce qui suggère que l'impact de la hausse des droits de douane commence à se matérialiser. Les exportations vers d'autres destinations restent également modérées. Les indices des directeurs d'achat relatifs aux nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier et le secteur des services continuent de faire état d'une contraction, et les indicateurs relatifs au transport maritime ont fortement diminué au cours de la période de trois mois s'achevant en novembre.

Le chômage s'est établi à 6,2 % en décembre, après 6,3 % en novembre, même si la demande de main-d'œuvre s'est encore atténuée. Le taux de vacance d'emploi est revenu à 2,2 % au troisième trimestre, retrouvant ainsi ses niveaux d'avant la pandémie. L'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi est revenu à 49,9 en janvier, et les participants à la dernière enquête sur les anticipations des consommateurs ont également fait état d'anticipations plus élevées d'une hausse du taux de chômage au cours de l'année.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les taux d'intérêt de marché ont diminué depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, tandis que les tensions liées au commerce et de nature géopolitique ont provisoirement accru la volatilité sur les marchés financiers. Abstraction faite de la volatilité, les coûts totaux du financement ont peu varié par rapport à la réunion de décembre. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises ont légèrement augmenté pour s'établir à 3,6 % en décembre, comme le coût du financement par endettement de marché. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est de nouveau demeuré stable à 3,3 % en décembre.

Les prêts bancaires ont continué d'augmenter progressivement, mais les signes d'un durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises ont été observés. Les prêts aux entreprises et les prêts hypothécaires ont augmenté de 3,0 % en rythme annuel en décembre, tandis que les émissions d'obligations d'entreprises ont augmenté de 3,4 %. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, la demande de prêts émanant des entreprises a légèrement augmenté au quatrième trimestre, notamment pour financer leurs stocks et leurs fonds de roulement. Dans le même temps, les critères d'octroi des crédits aux entreprises se sont encore durcis, et ce durcissement a été particulièrement important dans l'industrie automobile. Un certain durcissement des conditions d'octroi de prêts aux entreprises a également été indiqué par les conclusions de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement dans la zone euro. En revanche, la demande de prêts au logement a continué d'augmenter et les critères d'octroi de ces prêts ont légèrement diminué.

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. Par rapport à la réunion de décembre, les informations disponibles continuent d'étayer l'évaluation du Conseil des gouverneurs selon laquelle l'inflation devrait se stabiliser au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. S'agissant des risques qui l'entourent, leur évolution est globalement conforme à l'évaluation des risques réalisée en décembre par le Conseil des gouverneurs. Son approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion demeure appropriée dans cet environnement incertain, afin de n'écarter aucune option quant à la trajectoire future des taux.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'analyse économique, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. La croissance mondiale a continué de bien résister,

surprenant à la hausse au troisième trimestre 2025. Les indices mondiaux des directeurs d'achat restent en territoire expansionniste et suggèrent un rebond généralisé à l'ensemble des secteurs, confirmant ainsi la dynamique positive de la croissance mondiale. La croissance mondiale devrait rester stable pour l'année en cours et l'année prochaine, à un peu plus de 3 %. Toutefois, les données relatives au commerce mondial ont fait apparaître une nette décélération au second semestre 2025. La croissance du commerce mondial devrait diminuer sensiblement en 2026 en raison des effets négatifs des droits de douane et de l'incertitude élevée concernant la politique économique, avant de rebondir légèrement en 2027.

L'euro s'est apprécié de 1 % par rapport au dollar américain depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, sous l'effet d'une évolution du sentiment des investisseurs. Le dollar américain a été confronté à des pressions à la baisse en raison de nouvelles menaces tarifaires de l'administration américaine – retirées ultérieurement – liées à l'intérêt des États-Unis pour le Groenland, avec des investisseurs cherchant refuge dans l'euro et d'autres grandes devises au vu des incertitudes géopolitiques et tarifaires croissantes. Toutefois, le taux de change effectif nominal de l'euro est légèrement plus bas qu'au moment de la précédente réunion. Par conséquent, il a été avancé que les récentes évolutions des taux de change n'auraient pas d'impact significatif sur les perspectives d'inflation.

S'il a été reconnu que l'euro a, dans l'ensemble, été stable au cours des derniers mois, il a été souligné que son taux de change effectif nominal s'est stabilisé après s'être apprécié de près de 20 % par rapport à début 2020. Le taux de change effectif réel de l'euro s'est également apprécié au cours de l'année écoulée et s'établit à des niveaux légèrement plus élevés qu'au cours des dix dernières années, mais bien inférieurs à son pic historique. Malgré leur relative stabilité depuis la réunion de décembre, il a été avancé que les évolutions des taux de change sur un horizon plus long remontant jusqu'au printemps dernier pouvaient néanmoins être décrites comme montrant une appréciation significative de l'euro. En outre, il a été avancé que les marchés à terme impliquent de potentielles nouvelles pressions à la baisse sur le dollar américain.

En ce qui concerne la question de savoir comment le taux de change influe sur les perspectives économiques, l'analyse figurant dans les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème a montré que les variations du taux de change ont un effet pluriannuel significatif à la fois sur l'inflation et sur la production. L'évaluation de l'impact du taux de change sur les perspectives économiques n'a pas été beaucoup affectée par les variations limitées du taux de change depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs. Toutefois, l'impact de l'appréciation significative et persistante de l'euro au deuxième trimestre 2025, qui avait déjà été intégrée dans les projections, devrait se faire sentir sur trois ans et atteindre un pic au bout d'un an. Par conséquent, le pic de l'effet de désinflation n'a pas encore été atteint. Il a également été suggéré que l'impact d'une appréciation spécifique de l'euro par rapport au dollar américain serait plus important que ne l'implique son poids dans le taux de change effectif nominal. Cela s'explique par le fait que le dollar américain soit une

monnaie véhiculaire internationale utilisée pour facturer et régler les transactions commerciales et financières internationales.

Dans ce contexte, il est important de comprendre quels sont les facteurs à l'origine de ce qui semble être une appréciation permanente de l'euro l'année précédente. L'appréciation s'est globalement produite en deux étapes. La première est intervenue après l'annonce du programme budgétaire allemand en mars 2025, et la seconde après l'annonce des droits de douane américains en avril 2025. Le programme budgétaire allemand a renforcé la confiance dans la zone euro, car il permettrait une augmentation des investissements publics, soutenant la croissance de la production potentielle. De même, un nouvel équilibre dans lequel l'euro jouerait un rôle croissant de valeur refuge conduirait *in fine* à un taux de change de l'euro plus fort, au moins pendant la transition vers cet équilibre. En outre, le renforcement de son rôle de valeur refuge devrait avoir un effet haussier sur l'euro en période de crise, comme lors des récentes menaces tarifaires. Néanmoins, il a été avancé que, indépendamment des facteurs sous-jacents à l'origine de la vigueur de l'euro, les exportateurs sont malgré tout devenus moins compétitifs en termes de taux de change nominal. Par rapport aux États-Unis, la zone euro se rapproche aussi beaucoup plus d'une zone commerciale mondiale. Cela signifie que l'économie est plus sensible aux fluctuations des taux de change, ce qui pourrait poser de nouveaux défis si l'évolution de l'euro commençait à réagir davantage aux variations de l'appétit pour le risque qu'aux fondamentaux macroéconomiques.

S'agissant des prix des matières premières, les prix du pétrole ont sensiblement augmenté depuis le début de l'année. Les prix du gaz ont également fortement augmenté, la vague de froid qui a touché l'Europe ayant entraîné un déstockage rapide, et ils nécessitent par conséquent un suivi attentif. Dans la plus grande économie de la zone euro, qui est plus dépendante du gaz que plusieurs autres économies de la zone euro (où l'énergie nucléaire est davantage répandue), le stockage de gaz représente environ 30 % de la capacité de stockage totale. Ce chiffre est inférieur d'environ 25 points de pourcentage à la moyenne historique pour cette période de l'année. L'Agence internationale de l'énergie estime que le seuil de stockage de 30 % est essentiel pour éviter des contraintes d'approvisionnement en cas de conditions météorologiques anormalement froides. Toutefois, les conditions météorologiques devraient s'améliorer au cours des prochaines semaines, réduisant la demande de gaz des ménages. Ainsi les niveaux de stockage de gaz ne devraient pas diminuer beaucoup plus. Il a également été avancé que l'approvisionnement en gaz naturel liquéfié sert désormais de filet de sécurité, bien qu'il ait été souligné qu'une grande partie de cet approvisionnement provient des États-Unis et du Qatar. Dans l'ensemble, ces évolutions sont un rappel que les niveaux de stockage de gaz doivent être renforcés au printemps et à l'été en préparation de l'hiver suivant. Dans ce contexte, il a été souligné que les niveaux de stockage sont en partie influencés par les décisions d'entreprises privées, qui sont sensibles aux prix du marché à terme, ce qui ne crée pas nécessairement les incitations appropriées à augmenter les niveaux de stockage compte tenu de la courbe plate des prix des contrats à terme sur le gaz.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Le « deuxième choc chinois » – en référence à la présence mondiale accrue du pays dans les secteurs des produits et technologies plus avancés – a aussi été largement qualifié de défi majeur pour l'économie de la zone euro et sa compétitivité. De plus en plus d'éléments montrent que la Chine est en train de devenir le principal concurrent de l'Europe tant sur les marchés intérieurs qu'extérieurs. Sur les marchés intérieurs, la compétitivité croissante de la Chine se reflète dans l'ampleur et la portée de ses exportations vers la zone euro. La Chine a également mis en place un réseau de distribution commerciale qui gagne en popularité auprès des consommateurs de la zone euro et qui permet aux produits chinois de pénétrer plus facilement les marchés de détail de la zone euro.

Depuis que les États-Unis ont supprimé leur exemption de droits « *de minimis* » sur les biens en provenance de Chine au milieu de l'année dernière, les importations de faible valeur en provenance de Chine vers les États-Unis ont fortement diminué. À partir de juillet 2026, l'UE imposerait également un droit sur les importations de faible valeur en provenance de Chine, de sorte qu'un résultat similaire pourrait être attendu dans la zone euro. Toutefois, l'impact sur l'inflation globale dans la zone euro devrait être négligeable. Les barrières commerciales ne protégeraient cependant pas les exportateurs de la zone euro sur les marchés de pays tiers, où la concurrence chinoise est également féroce. En outre, la concurrence d'autres économies asiatiques pourrait présenter des défis similaires pour la zone euro. Par conséquent, il a été avancé qu'une solution durable aux défis de compétitivité de la zone euro nécessite des réformes structurelles à long terme pour rendre l'économie plus productive.

S'agissant de l'impact économique du « deuxième choc chinois », il a été noté que de nombreuses données sont disponibles. Dans la plupart des modèles macroéconomiques, les biens intermédiaires et finaux moins chers provenant de Chine – qui subventionnent la zone euro via des importations à bas coûts – se révèlent invariablement bénéfiques pour l'Europe en raison du soutien apporté aux revenus réels. Toutefois, plusieurs réserves ont été formulées concernant l'argument selon lequel une baisse des prix à l'importation accroîtrait sans équivoque les revenus réels et le bien-être en Europe. Premièrement, en cas de prix anormalement bas et de disparition de certains secteurs clés européens tels que celui de l'industrie sidérurgique, une baisse des prix à l'importation à court terme entraînerait un renforcement du pouvoir de marché des entreprises chinoises et pourrait en fin de compte entraîner une hausse des prix à l'importation pour l'Europe. L'impact du choc chinois antérieur sur le secteur manufacturier américain, en particulier dans la région de la *Rust Belt*, en est un bon exemple. De ce point de vue, il a été reconnu que les modèles disponibles rendent difficilement compte de l'impact durable de la disparition de secteurs clés. C'est là que les considérations d'histoire économique et d'économie politique doivent compléter les résultats des modèles macroéconomiques. Deuxièmement, une phase prolongée de faible inflation due à l'augmentation des volumes d'importations chinoises à bas prix risque de replonger la zone euro dans une trappe à liquidité, ce qui aurait des implications défavorables pour la demande agrégée et le bien-être de la zone euro. Troisièmement, l'Europe n'ayant pas été en mesure de protéger ses marchés d'exportation, la baisse des prix chinois implique des pertes d'emplois en Europe et donc une baisse des revenus pour une

partie de la main-d'œuvre européenne. Plus généralement, il a été suggéré que les entrepreneurs européens sont préoccupés par l'impact économique de la concurrence chinoise.

Les risques géopolitiques, déjà élevés, ont de nouveau augmenté. Les principaux piliers du paysage géopolitique mondial ont changé rapidement, et cela en défaveur de l'UE. Étant donné que les événements de la sphère géopolitique sont très imprévisibles et peuvent donc être considérés comme entourés d'une incertitude radicale, ou « *knightienne* », il a été avancé qu'il n'est pas simple d'adopter des mesures préventives en réponse à ces événements. Il a également été avancé que les pics d'incertitude géopolitique se dissipent souvent et ne pèsent pas nécessairement sur l'activité. Dans ce contexte, il a été suggéré que les marchés financiers et les agents économiques ont appris à faire abstraction des incertitudes géopolitiques, en atténuant leur impact sur les résultats macroéconomiques. Dans le même temps, les dernières semaines ont montré que le degré élevé d'incertitude et d'imprévisibilité qui caractérisait l'année 2025 s'était poursuivi en 2026, et qu'il pourrait probablement persister pendant une longue période.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. La croissance de l'économie de la zone euro a atteint 0,3 % au quatrième trimestre 2025, selon l'estimation rapide préliminaire d'Eurostat. La croissance a été principalement tirée par les services, en particulier dans les technologies de l'information et de la communication. L'activité manufacturière a bien résisté malgré le contexte défavorable lié au commerce international et aux incertitudes géopolitiques. L'activité dans le secteur de la construction s'est accélérée, en partie soutenue par les investissements publics.

La résilience de l'économie constitue une bonne nouvelle. Les données récentes ont encore renforcé la confiance dans la dynamique de croissance de l'économie de la zone euro, avec une croissance plus forte que prévu au quatrième trimestre 2025 et des signaux positifs ressortant des enquêtes. Ces données indiquent une reprise dans l'industrie manufacturière et la construction, tandis que le secteur des services, en particulier les technologies de l'information et de la communication, reste le principal moteur de la croissance. Compte tenu du niveau actuellement élevé d'incertitude, il a été avancé qu'il était particulièrement utile de se concentrer sur les données quantitatives, de sorte que la croissance du PIB supérieure aux prévisions au quatrième trimestre devrait être considérée comme un point de données particulièrement important. Toutefois, si l'économie de la zone euro a progressé de 1,5 % en 2025, ce qui constitue un bon résultat, il a été noté qu'en excluant le pays de la zone euro affichant la croissance la plus rapide, la croissance économique s'établissait à seulement 1 %.

Les indices des directeurs d'achat (PMI) suggèrent une poursuite de la croissance solide au tournant de l'année, tandis qu'en janvier, l'indicateur du climat économique de la Commission européenne a atteint son plus haut niveau depuis 2022. Les données disponibles par pays suggèrent que la demande intérieure a continué de croître fortement, contrebalançant largement la faible croissance des exportations. Dans l'ensemble, il existe de bonnes raisons d'être confiant dans la poursuite d'une croissance robuste de l'économie de la zone euro, et la résilience remarquable de l'économie face

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

aux chocs géopolitiques a été soulignée. Dans ce contexte, il a été suggéré que la situation économique actuelle pouvait être décrite comme une « boucle d'or ».

Il a également été avancé que des risques à la hausse pesaient sur les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème pour la croissance, en partie en raison de révisions à la hausse répétées dans les exercices de projections précédents. Une croissance robuste des investissements et une augmentation des dépenses dans les technologies pourraient stimuler la demande davantage que prévu et favoriser la croissance de la productivité. La plus grande économie de la zone euro pourrait croître plus fortement que prévu si les dépenses budgétaires se concrétisaient plus rapidement et si les multiplicateurs s'avéraient plus élevés qu'attendu. Dans ce contexte, il a été observé que des signaux positifs provenaient de cette économie, y compris une reprise étonnamment forte des commandes industrielles en décembre. Il reste à voir si l'assainissement budgétaire dans la zone euro aura lieu comme prévu au cours des dernières années de l'horizon de projection. En outre, il a été avancé que le renforcement des liens économiques avec l'Asie et l'Amérique latine au moyen d'accords commerciaux nouvellement conclus pourrait *in fine* plus que contrebalancer les pertes à l'exportation résultant des droits de douane américains. Toutefois, il a également été souligné que ces accords commerciaux mettraient un certain temps à se refléter dans les chiffres de la croissance, en partie en raison des délais de mise en œuvre. Il a été affirmé que les gouvernements européens montraient une détermination accrue à mettre en œuvre des réformes susceptibles de favoriser et de renforcer davantage le marché unique. La résilience de l'économie de la zone euro, associée à des signes d'une plus grande cohésion, pourrait changer la perception que le monde a de l'Europe. Dans ce contexte, l'appréciation de l'euro au cours de l'année écoulée pourrait être considérée comme un signe de confiance, reflétant un rôle plus important de la zone euro et de l'euro dans le monde. Enfin, il a été déclaré que la résilience actuelle de la croissance dans la zone euro pourrait renforcer la confiance, donnant lieu à un cercle vertueux, les ménages consommant davantage et les entreprises augmentant leurs investissements.

Dans le même temps, plusieurs préoccupations ont été exprimées concernant les perspectives de croissance, et il a été observé que la dernière enquête auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*) suggérait que les risques pesant sur la croissance s'orientaient de plus en plus à la baisse. L'incertitude reste généralisée et pourrait inciter les ménages et les entreprises à adopter un comportement prudent. Les facteurs défavorables externes, tels que les tensions commerciales persistantes, la volatilité sur les marchés financiers mondiaux et les incertitudes géopolitiques, y compris celles liées à l'Iran, au Groenland et à Cuba, pourraient peser sur la demande intérieure et affaiblir la dynamique de croissance récente. Dans ce contexte, il a été observé que les indicateurs relatifs à la confiance des ménages et des entreprises demeuraient modérés par rapport aux données quantitatives. S'agissant des entreprises, les défis liés à la compétitivité internationale constituent probablement une autre raison pour laquelle la confiance ne s'est pas améliorée en ligne avec les données quantitatives. La croissance de la production potentielle dans la zone euro est également restée modérée, malgré certains signes d'amélioration de la croissance de la productivité. En outre,

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'effet économique des changements politiques majeurs n'apparaît souvent qu'avec un décalage important, comme cela avait été le cas pour l'impact du Brexit sur l'économie du Royaume-Uni. Les effets les plus néfastes des récentes tensions commerciales et géopolitiques pourraient donc ne pas encore se faire sentir. De ce fait, aucune raison ne justifie un excès de confiance, et même si les perspectives économiques semblent favorables, elles ne doivent certainement pas être considérées comme acquises.

Les moteurs de la croissance se sont déplacés vers la demande intérieure, tandis que l'environnement extérieur reste difficile en raison de la hausse des droits de douane et de l'appréciation de l'euro au cours de l'année passée. Les effets de ces deux facteurs sur l'activité devaient se matérialiser de façon décalée, mais commencent désormais à apparaître dans les données disponibles. En excluant le secteur pharmaceutique, les exportations vers les États-Unis ont fortement diminué. En outre, le recul des exportations nettes rend les perspectives économiques plus dépendantes de la demande intérieure, ce qui implique qu'elles sont devenues plus sensibles aux variations du climat économique.

S'agissant des composantes de la demande intérieure, la consommation privée devait être soutenue par la hausse des revenus du travail et la baisse du taux d'épargne des ménages. En outre, il a été avancé que l'amélioration de la confiance des consommateurs indiquait une croissance robuste de la consommation privée pour la période à venir. Toutefois, si la confiance des consommateurs s'améliore, elle reste atone et aucun essor de la consommation n'a été observé jusqu'à présent. Il a également été souligné que la consommation privée dans la zone euro n'avait pas suivi la hausse du revenu disponible ces dernières années, probablement en raison de facteurs structurels, tels que des anticipations d'augmentation des impôts et de baisse des dépenses de protection sociale à l'avenir, ainsi qu'une forte incertitude et une faible confiance. Malgré la résilience globale du marché du travail, le risque perçu de chômage – probablement lié aux faillites d'entreprises, qui restent à des niveaux records dans certains pays – semble inciter certains ménages à limiter leurs dépenses. Dans ce contexte, il est nécessaire de suivre attentivement la manière dont l'incertitude affecte le comportement des ménages qui disposent d'un stock d'épargne important. Il a également été suggéré que les ménages pourraient ne pas encore être habitués au nouveau niveau des prix et donc continuer d'être réticents à consommer de la même manière qu'avant la poussée inflationniste. À cet égard, il a été noté que le revenu disponible pour la consommation devait être ajusté pour tenir compte des pertes de capital sur la valeur réelle du patrimoine financier des ménages, en appliquant l'« ajustement hicksien » du patrimoine. Le patrimoine financier réel des ménages a diminué d'environ 15 % en 2022 par rapport à l'année précédente, en raison de la hausse inattendue de l'inflation et des effets de valorisation liés à l'augmentation des taux d'intérêt. Dans l'hypothèse où les ménages chercheraient à reconstituer la valeur réelle de leur patrimoine financier, cela implique que le ratio de la consommation par rapport au revenu disponible devrait être inférieur de plus de 2 points de pourcentage à son niveau habituel. En conséquence, il est possible que le taux d'épargne reste élevé et que la faiblesse des profils de consommation persiste. Il a toutefois été souligné que ces éléments

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

avaient été pris en compte dans les projections et que le taux d'épargne ne devrait diminuer que progressivement à mesure que le patrimoine réel augmente de nouveau.

L'investissement des entreprises a continué d'afficher une croissance robuste, avec une dynamique soutenue des investissements incorporels et numériques. Il devrait continuer de se renforcer, et les enquêtes indiquent que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. Si ces évolutions sont encourageantes, il est important de se garder de tout excès de confiance. Des éléments montrent que la construction de centres de données reste faible et que la zone euro accuse un retard par rapport aux États-Unis, ce qui soulève la question de savoir si les contraintes en matière d'énergie pourraient freiner la construction, compte tenu de la forte consommation d'énergie des centres de données. Dans ce contexte, il a été suggéré de suivre ces évolutions en utilisant diverses sources d'information, telles que la délivrance de permis de construire liés aux centres de données, les transactions d'achat de terrains et des éléments plus ponctuels. À cet égard, des informations récentes provenant de la quatrième économie de la zone euro suggèrent qu'un possible essor de la construction de centres de données au cours de la prochaine décennie ne doit pas être exclu.

Selon un large éventail d'indicateurs, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a affiché une dynamique croissante depuis le début du cycle d'assouplissement des taux directeurs. Le nombre de permis de construire délivrés a augmenté, ce qui constitue un indicateur avancé important de l'activité dans la construction. L'investissement dans l'immobilier résidentiel s'est nettement redressé dans la quatrième économie de la zone euro. De manière plus générale, la construction s'est inscrite en hausse par rapport à sa dernière contraction dans plusieurs pays, bien que l'ampleur de la reprise varie. Si certains pays continuent de faire face à des pénuries de main-d'œuvre, le nombre de travailleurs reste généralement suffisant pour répondre aux nouvelles commandes dans le secteur de la construction. Les différences entre marchés de l'immobilier résidentiel se reflètent également dans les variations importantes de la croissance des prix des logements d'un pays à l'autre, ce qui pourrait susciter des inquiétudes dans les pays où les prix des logements augmentent rapidement. Dans certains pays, les restrictions de zonage, résultant par exemple de la nécessité de protéger l'environnement contre les dépôts excessifs d'azote, amplifient les variations importantes des prix.

Les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures contribueraient également à la demande intérieure. En effet, de premiers signes indiquent que les dépenses budgétaires soutiennent déjà la plus grande économie de la zone euro. Dans ce contexte, une question a été soulevée concernant la façon d'interpréter l'impact économique de l'augmentation des dépenses publiques dans cette économie. Même s'il faudra un certain temps avant que cet impact ne se reflète dans la croissance du PIB, un effet positif devrait déjà se faire sentir au cours de l'année, suivi d'un effet plus important en 2027. Dans l'idéal, le paquet budgétaire serait complété par des mesures structurelles supplémentaires au niveau européen afin de tirer parti de son impact global sur l'économie de la zone euro.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

En dépit d'un nouveau ralentissement de la demande de main-d'œuvre, le marché du travail a continué de soutenir les revenus des ménages. Le taux de chômage s'est établi à 6,2 % en décembre, après 6,3 % en novembre. Toutefois, le marché du travail se détend depuis un certain temps. Une question a été soulevée quant à la mesure dans laquelle il s'agissait d'une normalisation de la rétention de main-d'œuvre ou d'un signe de faiblesse plus persistante, qui pourrait être pertinente pour la croissance des salaires et l'inflation. La rétention de main-d'œuvre est en effet susceptible de diminuer en raison de la résilience de la croissance tandis que, selon les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème, le taux chômage resterait bas et baisserait même légèrement de nouveau. Dans une perspective à plus long terme, le chômage est revenu de 9 % à près de 6 % et s'établit désormais au-dessous des estimations du taux de chômage n'accéléral pas l'inflation (NAIRU). Cela suggère que le marché du travail continue d'exercer des tensions à la hausse sur les salaires et l'inflation, même si la croissance des salaires semble désormais se ralentir. Dans le même temps, il a été souligné que le marché du travail devait être suffisamment tendu pour permettre une croissance des salaires nominaux comprise entre environ 2 % et 3 %, niveau nécessaire pour que l'inflation reste proche de la cible. Il a également été observé que la population active avait récemment augmenté avec l'arrivée de travailleurs étrangers, ce qui a probablement contribué à alléger les pénuries de main-d'œuvre. Toutefois, cette tendance pourrait ne pas se poursuivre, compte tenu des changements d'attitude vis-à-vis des migrations à travers l'Europe. Il est également important d'approfondir la compréhension des effets potentiels des facteurs démographiques sur la main-d'œuvre. L'impact sur l'emploi des investissements dans l'intelligence artificielle doit être surveillé de près, car ces technologies impliquent souvent une création d'emplois importante dans un premier temps, mais peuvent potentiellement entraîner des pertes d'emplois à l'avenir, en particulier si l'économie entre en récession.

Face aux défis économiques croissants, la nécessité de réformes structurelles est plus que jamais cruciale, car la question demeure de savoir si l'intelligence artificielle, la numérisation et les investissements publics permettront de stimuler suffisamment la productivité. Malheureusement, les progrès réalisés à cet égard ont été limités et lents jusqu'à présent, tant au niveau européen qu'au niveau national. 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. Les gouvernements devraient accorder la priorité à des finances publiques soutenables, à des investissements stratégiques et à des réformes structurelles propices à la croissance. Il reste crucial de libérer le plein potentiel du marché unique. Il est également vital de favoriser une plus grande 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 sont convenus de préparer une liste des réformes-clés dans cinq domaines susceptibles de contribuer à rendre l'Europe plus compétitive, à améliorer la productivité, à renforcer la croissance et à soutenir la transmission de la politique monétaire de façon à favoriser l'activité économique et à améliorer le bien-être des citoyens. Cette liste sera envoyée à tous les dirigeants de l'UE, à la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

présidente de la Commission européenne et au président du Conseil européen avant leur réunion du 12 février consacrée à l'examen des réformes en matière de compétitivité.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que la zone euro continuait d'opérer dans un environnement politique mondial volatil. Une nouvelle poussée d'incertitude pourrait peser sur la demande, de même qu'une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux. De nouvelles frictions dans les échanges commerciaux pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. Les tensions géopolitiques, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. À l'inverse, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, associées à l'adoption par les entreprises de la zone euro de réformes induisant des gains de productivité et de nouvelles technologies, sont susceptibles de renforcer la croissance davantage qu'attendu, y compris grâce à des effets positifs sur la confiance des chefs d'entreprise et des consommateurs. De nouveaux accords commerciaux et une plus forte intégration du marché unique européen seraient aussi de nature à stimuler la croissance au-delà des anticipations actuelles.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Les membres du Conseil ont salué le fait que l'inflation continuait d'osciller autour de 2 % depuis quelques mois. Toutefois, le recul de l'inflation en janvier a été plus important que prévu, même si le résultat est proche de la valorisation par le marché. Bien que les données détaillées ne soient pas encore disponibles, il a été supposé que la réévaluation des prix des services en janvier était plus faible que prévu. La baisse de l'inflation en janvier s'explique également par une forte diminution de l'inflation dans le secteur de l'énergie, qui était globalement anticipée. La volatilité et la hausse récentes des prix des matières premières énergétiques invitent à rester prudent avant de tirer des conclusions solides à partir de cet unique point de données. En outre, il a été avancé que l'interprétation des résultats de janvier serait probablement compliquée en raison des évolutions du panier de consommation, des révisions de prix annuelles et de certains facteurs temporaires susceptibles de s'inverser au fil du temps. Il a également été noté que les effets à la hausse liés aux coûts des logements occupés par leur propriétaire, qui ne sont pas inclus dans l'IPCH, sont demeurés significatifs, ajoutant environ 15 points de base à l'inflation fin 2025.

La hausse des prix des services plus faible que prévu en janvier a été saluée, car il s'agit de la première surprise à la baisse depuis longtemps. En effet, le ralentissement moins marqué que prévu de l'inflation dans les services au second semestre 2025 a été l'une des raisons pour lesquelles les projections relatives à l'inflation pour 2026 ont été révisées à la hausse, passant de 1,6 % en juin à 1,7 % en septembre et à 1,9 % en décembre. Il ne faut donc pas accorder une importance excessive à la surprise à la baisse concernant l'inflation totale. Toutefois, l'inflation dans le secteur des biens a également surpris à la baisse et son évolution doit faire l'objet d'un suivi attentif, en particulier s'agissant de la réorientation des échanges commerciaux des biens chinois.

La récente expansion rapide et forte des exportations chinoises vers la zone euro et la baisse des prix à l'importation chinois commencent désormais à devenir visible dans les prix à la consommation de la zone euro. Depuis fin 2023, les importations de biens chinois par la zone euro ont nettement augmenté en valeur. Compte tenu de la baisse des prix à l'importation et de l'appréciation de l'euro, l'augmentation en volume a été plus importante encore. Cela reflète le « deuxième choc chinois » et pourrait expliquer pourquoi la hausse des prix des biens a été modérée récemment et plus faible que prévu en janvier. Dans le même temps, les données suggèrent que la transmission de la baisse des prix à l'importation aux prix à la consommation dans la zone euro a été jusqu'à présent relativement limitée en moyenne.

Alors que les prix des importations en provenance de Chine ont fortement diminué, des questions ont été soulevées à propos de la mesure dans laquelle cette évolution a résulté de l'appréciation de l'euro et quant à son incidence en définitive sur les prix à la consommation dans le contexte d'une hausse des droits de douane européens appliqués à certains biens chinois. Il a été avancé que la baisse des prix à l'importation a été beaucoup plus importante que ce qui peut être attribué aux effets de l'appréciation de l'euro. Les prix à l'importation étant mesurés à la frontière, ils n'incluent pas l'incidence de droits de douane plus élevés. Toutefois, les relèvements de droits de douane sur les importations chinoises n'ont concerné que quelques secteurs jusqu'à présent, ce qui signifie que l'on continue de s'attendre à une incidence globalement baissière sur les prix à la consommation dans la zone euro. S'agissant de l'effet global sur l'inflation de la réorientation du commerce chinois vers la zone euro et de l'appréciation passée de l'euro, il convient probablement de décrire les évolutions de la variation des prix des biens jusqu'à présent comme une matérialisation des projections macroéconomiques de décembre. Dans le même temps, il a été avancé que les pressions désinflationnistes exercées par la Chine pourraient durer. En particulier, le « deuxième choc chinois » s'explique en partie par la demande intérieure atone en Chine, qui devrait continuer de peser sur la croissance de son PIB en 2026 et 2027 et qui continue d'ailleurs de s'affaiblir, en partie en raison de la crise de l'immobilier résidentiel du pays. De plus, la baisse des prix des biens importés se transmettant à l'économie de la zone euro, des effets de second tour pourraient également influencer sur la hausse des prix des services dans la zone euro.

Le ralentissement récent de la hausse des prix des services concorde avec une nouvelle modération de la croissance des salaires. Si l'outil de suivi des salaires de la BCE suggère une nouvelle décélération en 2026, la croissance des salaires devrait se stabiliser par la suite, ce qui est cohérent avec le fait d'atteindre la cible d'inflation. Toutefois, la contribution des versements en sus des salaires négociés à la croissance globale des salaires est restée incertaine. Dans ce contexte, les évolutions des salaires ont nécessité un suivi attentif et continu, en partie pour évaluer si les révisions à la hausse en décembre des projections macroéconomiques relatives à la rémunération par tête s'avèrent correctes. Il est également important de suivre de près les bénéfices des entreprises, une hausse des bénéfices pouvant contribuer à une plus grande persistance de la hausse des prix des services. Enfin, il a été noté que l'économie plus robuste qu'attendu serait susceptible d'exercer des

tensions à la hausse sur certaines composantes de l'inflation, car la demande intérieure serait plus importante si les revenus étaient plus élevés. En ce sens, alors que la hausse des prix des services à forte intensité salariale a continué de se modérer, la hausse des prix des activités de loisirs, dont le tourisme, s'est récemment accélérée.

La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation autour de la cible. Lors de la dernière campagne de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et de l'enquête auprès des analystes monétaires, les participants anticipaient une inflation moyenne de 1,8 % en 2026, 2,0 % en 2027 et 2,0 % à plus long terme. Toutefois, même si les risques pesant sur l'inflation déclarés dans l'enquête auprès des analystes monétaires sont toujours considérés comme globalement équilibrés, les analystes prévoient désormais que l'inflation reviendra à la cible un peu plus tard qu'anticipé, et la part des participants percevant des risques à la hausse a diminué. Les *fixings* d'inflation, qui constituent un indicateur utile à court terme, continuent de signaler qu'au cours des prochains mois, l'inflation s'établira à un niveau un peu plus inférieur à la cible qu'anticipé dans les projections de décembre. En outre, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché indiquent une inflation inférieure à la cible sur l'ensemble de l'horizon de projection. Dans le même temps, les anticipations ressortant de l'enquête sur les anticipations des consommateurs et celles qu'indiquent la fixation des prix sur les marchés ont sensiblement augmenté pour le court comme le moyen terme. En particulier, les *fixings* d'inflation pour décembre 2026 ont augmenté de 30 points de base depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, tandis que les anticipations médianes à cinq ans déclarées dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs s'établissent désormais à 2,4 %, soit le niveau le plus élevé depuis la première collecte de données en 2022.

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 de l'environnement politique mondial. L'inflation pourrait être plus faible si les droits de douane réduisaient la demande d'exportations de la zone euro de manière plus importante qu'attendu et si les pays en surcapacité augmentaient encore leurs exportations vers la zone euro. En outre, un euro plus fort pourrait entraîner un ralentissement de l'inflation plus marqué qu'anticipé actuellement. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourrait peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus forte en cas de hausse persistante des prix de l'énergie ou si une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse, réduisait l'offre de matières premières critiques et accentuait les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Si le ralentissement de la croissance des salaires s'atténuait, la hausse des prix des services pourrait se modérer plus tard que prévu. L'accroissement programmé des dépenses de défense et d'infrastructure pourrait également renforcer 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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 d'intérêt de marché ont diminué depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, les marchés financiers ayant écarté toute probabilité de relèvement des taux directeurs en 2026. La fixation des prix sur les marchés et les enquêtes font état de taux d'intérêt stables au moins jusqu'à fin 2027, et indiquent toutes deux que la prochaine évolution en 2028 devrait être une hausse des taux. L'incertitude entourant la trajectoire attendue des taux directeurs est également demeurée exceptionnellement faible.

La volatilité sur les marchés financiers s'est temporairement accrue en janvier en raison des tensions commerciales et géopolitiques dans le monde. Les turbulences ont été particulièrement prononcées sur les marchés des métaux précieux, qui ont bénéficié des flux de report vers les valeurs sûres. On a également observé une forte hausse suivie d'une baisse des taux d'intérêt à long terme américains sur quelques jours seulement, ainsi que des mouvements importants sur les marchés des changes et de fortes fluctuations des cours de certaines actions technologiques. Dans le même temps, il a été avancé que les marchés financiers sont restés dans l'ensemble remarquablement calmes face aux incertitudes commerciales et géopolitiques. Dans la zone euro, il a été observé que le marché boursier du plus récent pays membre a fortement augmenté en janvier. Cela a mis en évidence le rôle de l'adoption de l'euro pour doper la confiance et améliorer l'accès des investisseurs. Toutefois, la persistance de cette hausse et les performances à long terme du marché continuent de dépendre de facteurs structurels fondamentaux plutôt que de l'introduction de l'euro.

Selon l'ICF macro-financier récemment élaboré, les conditions financières se sont assouplies depuis la réunion de décembre, mais elles sont restées globalement stables depuis le printemps dernier. Les taux d'intérêt sans risque ont augmenté en 2025, la courbe des rendements s'étant également pentifiée de manière notable. Toutefois, la hausse des taux sans risque a été contrebalancée par des primes de commodité plus élevées associées à la détention d'obligations souveraines de la zone euro dans de nombreuses juridictions et par une compression des primes de risque de crédit, ce qui signifie que les rendements des obligations souveraines n'ont pas autant évolué au cours de cette période, ou ont même diminué. Toutefois, les marchés financiers sont restés exposés à un risque de correction. Cela a été particulièrement le cas pour les marchés financiers et les marchés de crypto-actifs aux États-Unis. La volatilité récente montre la fragilité croissante dans un contexte de valorisations tendues, d'appétence pour le risque forte et en hausse et d'incertitude accrue en matière de politique monétaire dans certaines juridictions. Il sera important à l'avenir de suivre attentivement l'évolution des conditions financières dans la zone euro. Les marchés financiers devraient rester sujets à des épisodes de volatilité, le sentiment des marchés demeurant hautement sensible dans un contexte de montée des risques géopolitiques et de persistance de l'incertitude relative à la politique commerciale. Il existe également un risque que le statut de valeur refuge des actifs américains continue de s'affaiblir, même s'il a été noté que cela pourrait également avoir des avantages pour la zone euro dans la mesure où elle est désormais davantage susceptible de recevoir des flux de report

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

vers les valeurs sûres et où un rééquilibrage en faveur de la zone euro pourrait également faire baisser les primes de terme. Au total, si elles devaient se produire, une détérioration du sentiment à l'égard des marchés financiers dans le monde et une augmentation de la volatilité pourraient entraîner une plus grande aversion au risque dans la zone euro, ce qui pourrait freiner la demande et, par conséquent, peser sur la croissance et l'inflation.

S'agissant des conditions de financement applicables aux ménages et aux entreprises, le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires s'est de nouveau maintenu à 3,3 % en décembre. L'activité de prêt aux ménages a continué de se renforcer. D'après la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les prêts hypothécaires ont augmenté de 3,0 %, après 2,9 % en novembre et 2,8 % en octobre, en réponse à une demande de prêts toujours croissante et à un assouplissement des critères d'octroi de crédit. Il a été observé que les compagnies d'assurance et les fonds de pension ont accumulé d'importantes expositions aux prêts de détail, notamment *via* des portefeuilles de prêts hypothécaires, ce qui peut également indiquer un déplacement des risques pour la stabilité financière hors du secteur bancaire.

Les taux d'emprunt pour les entreprises ont augmenté. Les taux des prêts bancaires accordés aux entreprises sont ressortis à 3,6 % en décembre, en hausse après 3,5 % en novembre, de même que le coût du financement par endettement de marché. Les prêts bancaires aux entreprises ont augmenté de 3,0 % en rythme annuel en décembre, après 3,1 % en novembre et 2,9 % en octobre. Les émissions d'obligations d'entreprises ont augmenté de 3,4 % en décembre. Même si les prêts bancaires aux entreprises ont enregistré un flux mensuel soutenu en décembre, la croissance globale des crédits aux entreprises est restée atone au cours des deux dernières années. Cela indique que le durcissement des conditions d'emprunt, que relèvent l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, pèse sur l'octroi de prêts aux entreprises.

D'après la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, la demande de crédit des entreprises a légèrement augmenté au quatrième trimestre 2025, principalement pour le financement des stocks et du fonds de roulement. Toutefois, la demande de prêts à des fins d'investissement a été assez faible. De plus, les critères d'octroi pour les prêts aux entreprises se sont de nouveau durcis, et les banques ont fait état d'une augmentation nette de la part des demandes de prêts rejetées pour les entreprises. Ces évolutions ont été jugées surprenantes au vu de la reprise en cours de l'économie et de sa résilience plus forte que prévu. Le durcissement des critères d'octroi de crédit s'explique par la perception des risques pesant sur les perspectives économiques et par la moindre tolérance au risque des banques, ce qui indique qu'elles font preuve d'une plus grande aversion au risque et se montrent plus prudentes dans leurs décisions d'octroi. Il a été suggéré qu'une incertitude plus élevée, potentiellement liée aux risques géopolitiques, pourrait avoir accentué la perception du risque des banques. Ce durcissement pourrait également indiquer que les banques doutent de la solvabilité de certaines sociétés non financières, et qu'elles ont jugé qu'il existait des risques de hausse des prêts non performants. Dans le même temps, il a été avancé que les déclarations des banques dans

l'enquête sur la distribution du crédit bancaire pourraient comporter un biais de durcissement, celui-ci étant conforme à la moyenne historique observée depuis 2003. Plus généralement, il a été avancé que le durcissement des critères d'octroi qui ressort de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement ne doit pas être surinterprété, ces enquêtes affichant des signaux contrastés et les bilans des banques étant solides, le cours de leurs actions atteignant de nouveaux points hauts historiques. En particulier, le durcissement a été faible et, plutôt que d'être généralisé, il concerne un petit ensemble de banques et de facteurs propres aux entreprises. Une ventilation granulaire suggère qu'il se limite largement aux entreprises de secteurs spécifiques qui sont en difficulté, tels que le secteur manufacturier à forte intensité énergétique et, en particulier, l'industrie automobile. Il a été avancé que cela indique que la réévaluation du risque de crédit par les banques a probablement résulté de faiblesses structurelles plutôt que de préoccupations conjoncturelles.

Dans une perspective plus large, il a été observé que la nature de la création monétaire a évolué, les banques créant de la monnaie en achetant des obligations souveraines, probablement en raison d'une incertitude élevée. Les crédits bancaires accordés aux autres établissements financiers ont également fortement augmenté, et les banques semblent avoir accru leurs financements aux *hedge funds* qui effectuent des opérations de « *trading* de base » sur bons du Trésor. Toutes ces évolutions pourraient réduire le flux de prêts aux entreprises, en particulier aux petites entreprises plus risquées, et soulignent l'importance de comprendre l'évolution du comportement des banques.

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 %. Ils estiment que les données disponibles confirment globalement le narratif et le scénario de référence relatif aux perspectives d'inflation intégrés dans les projections de décembre, confirmant ainsi de nouveau que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Les tensions sur les prix continuent de s'atténuer progressivement. Des chocs récents, se sont produits et sont devenus plus visibles, globalement en ligne avec les anticipations, le « deuxième choc chinois » exerçant un frein sur la hausse des prix des biens et l'impact désinflationniste de l'appréciation du taux de change en 2025 se rapprochant d'un point haut. Jusqu'à présent, aucun des risques identifiés ne s'est concrétisé au point d'influer significativement sur les perspectives d'inflation. Dans le même temps, il a

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

été remarqué que l'inflation totale en janvier avait été plus faible que prévu et nettement inférieure à 2 %. Par conséquent, l'inflation à court terme est susceptible d'être inférieure à la cible dans une mesure plus importante que prévu initialement. Toutefois, il a été recommandé de faire preuve de prudence et de ne pas tirer de conclusions hâtives à partir de ce point de données unique, en particulier compte tenu de la récente volatilité des prix de l'énergie, et il a été avancé qu'il n'a pas d'implications particulières pour les perspectives d'inflation à moyen terme. S'agissant de l'inflation en 2026 le fait que l'inflation se situe à un niveau inférieur à la cible est inscrit de longue date dans les projections, et la dernière publication de données relatives à l'inflation ne suggère qu'une légère inversion de la révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage des anticipations d'inflation entre les exercices de projection de juin et de décembre. De même, il a été avancé que la récente dynamique de croissance n'entraîne pas de risques à la hausse dans le scénario de base des perspectives d'inflation, dans la mesure où il intègre déjà une croissance économique robuste et un marché du travail susceptible de générer une croissance annuelle des salaires de 3 % environ. En outre, les anticipations d'inflation sont demeurées fermement ancrées, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuant de s'établir à 2 % environ, ce qui a également soutenu la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

Dans ce contexte, la plupart des membres du Conseil ont considéré que les risques entourant les perspectives d'inflation étaient orientés dans les deux sens et ont estimé que la distribution des risques autour du scénario de base demeurerait relativement inchangée depuis la précédente réunion. Les perspectives d'inflation sont restées plus incertaines que d'ordinaire, en particulier en raison de la persistance de l'incertitude relative à la politique commerciale mondiale et des tensions géopolitiques. Comme mis en évidence lors de la précédente réunion, des risques multiples et significatifs continue de peser sur l'inflation dans les deux sens, et les événements survenus depuis lors ont confirmé que ces risques restent d'actualité, tout en accroissant possiblement l'incertitude. Pour l'instant, les risques haussiers, notamment liés aux prix de l'énergie, à la croissance des salaires et à la hausse des prix des services, et les risques baissiers, notamment liés au taux de change et aux effets de l'augmentation des importations chinoises bon marché sur la hausse des prix des biens, semblent se compenser.

Certains membres du Conseil ont considéré que les risques pesant sur l'inflation sont orientés à la baisse par rapport aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. De ce point de vue, on a observé un déplacement vers le bas des perspectives d'inflation depuis la réunion de décembre, en partie lié à l'interprétation de la forte surprise ressortant des données publiées en janvier. Il a été avancé que la concurrence intense et les fortes pressions désinflationnistes en provenance de Chine avaient déjà entraîné une inflation étonnamment basse dans le secteur des biens. Il a été suggéré que ces pressions désinflationnistes, liées à la surcapacité de l'économie chinoise et aux effets de la réorientation des échanges commerciaux, pourraient se révéler persistants. En particulier, les pressions concurrentielles exercées par les exportations chinoises bon marché pourraient être en partie liées à la faiblesse persistante de la demande intérieure chinoise. Il a

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

également été avancé que les capacités de production en Chine devraient continuer à augmenter, au vu des subventions à l'industrie et d'une prétendue appétence de la Chine pour l'accroissement des capacités de production de son secteur manufacturier en raison de la nécessité de maintenir des taux de croissance élevés et d'absorber d'importants flux migratoires internes vers des régions plus industrialisées du pays. De plus, l'accord commercial entre les États-Unis et la Chine n'ayant pas encore été conclu, la réorientation des exportations chinoises vers la zone euro pourrait se poursuivre, ce qui pourrait exercer une pression à la baisse supplémentaire sur l'inflation. Plus généralement, s'agissant des tensions commerciales, l'inflation pourrait aussi se révéler plus faible si la hausse des droits de douane américains entraînait une réduction plus forte que prévu de la demande d'exportations de la zone euro. Dans ce contexte, il a été noté que des éléments attestaient désormais que les exportations vers les États-Unis avaient fortement diminué une fois le secteur pharmaceutique exclu. Un euro plus fort, potentiellement soutenu par une politique monétaire américaine plus accommodante que prévu et une dépréciation du dollar américain qui y serait associée, pourrait également entraîner une baisse de l'inflation plus marquée qu'attendu. De plus, l'appréciation significative de l'euro en 2025 devrait continuer de freiner la croissance des exportations et de peser sur l'inflation, et il a été suggéré que cela pourrait constituer une plus grande préoccupation dans le contexte d'une concurrence intense de la Chine. Il a également été avancé qu'une sous-estimation systématique du taux de croissance potentiel de l'économie pourrait constituer un autre risque à la baisse pour l'inflation. La série de surprises positives en matière de croissance observée ces derniers mois résulte en partie d'un niveau plus élevé que prévu de l'investissement, dont une grande partie semble liée à la numérisation de l'économie et à l'adoption de l'intelligence artificielle. Conjugué à une inflation *core* plus faible que prévu en janvier et en ligne avec les premiers signes d'une augmentation de la productivité du travail, cela tend à suggérer que la zone euro pourrait commencer à connaître un choc d'offre positif susceptible d'avoir des effets désinflationnistes à moyen terme. De la même manière, les effets de l'expansion budgétaire sur la croissance et l'inflation pourraient également se révéler plus limités que prévu si l'expansion budgétaire conduisait 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. Enfin, des risques pour la stabilité financière persistent et des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Quelques membres du Conseil ont considéré que les risques pesant sur l'inflation étaient orientés à la hausse par rapport aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. De ce point de vue, la dynamique de croissance plus forte que prévu de l'économie de la zone euro, conjuguée à un marché du travail tendu, devrait exercer une pression à la hausse sur l'inflation. Il est particulièrement probable que cela provienne de secteurs bénéficiant d'une hausse des dépenses publiques, tels que la construction et la défense, ou affichant une demande forte, tels que les services numériques. Il a été suggéré que l'on pourrait s'attendre à ce que la pénurie croissante de main-d'œuvre, renforcée par des facteurs démographiques défavorables, exerce une pression à la hausse

sur la croissance des salaires dans ces secteurs, dans un contexte de croissance des salaires déjà durablement forte. Si la croissance des salaires se modérait plus lentement que prévu, la hausse des prix des services pourrait se tempérer plus tard que prévu. L'inflation pourrait également se révéler plus élevée en cas de hausse persistante des prix de l'énergie. À cet égard, les évolutions récentes des prix des matières premières, notamment le pétrole, le gaz et les métaux industriels, ont fait peser des risques à la hausse sur les projections d'inflation. Il a été avancé que ces facteurs contrebalançaient l'impact baissier potentiel du taux de change, notamment du fait de la faible évolution récente du taux de change effectif nominal de l'euro, malgré son appréciation vis-à-vis du dollar américain. Par conséquent, il est important de surveiller la persistance du pic d'inflation dans le secteur de l'énergie et la manière dont il se reflétera dans les contrats énergétiques et les prix de l'énergie au cours des prochains mois. Il existe également un risque de nouvelle hausse des prix de l'énergie liée aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient. De plus, des travaux de recherche constatent que les chocs liés au risque géopolitique se comportent comme des chocs d'offre défavorables, avec un effet positif persistant sur l'inflation entraînant un déplacement vers le haut de l'ensemble de la distribution, même s'il a été souligné que d'autres études concluent que les chocs liés au risque géopolitique se comportent également comme des chocs de demande négatifs. 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 transmission de la baisse des prix des importations en provenance de Chine aux prix à la consommation demeurerait limitée, certaines entreprises augmentant leurs marges plutôt que de réduire leurs prix. De plus, il a été avancé que la baisse des prix des importations en provenance de Chine pourrait cesser en raison de la stabilisation du renminbi, ainsi que d'une diminution, au fil du temps, des surcapacités de la Chine en raison de sa campagne « anti-involution » visant à lutter contre l'offre excédentaire, ce qui est cohérent avec la forte baisse récente des investissements chinois. Enfin, il a été suggéré que les tensions à la hausse sur l'inflation pourraient résulter d'une augmentation des coûts des logements occupés par leur propriétaire. Compte tenu de ces risques, la récente hausse des anticipations d'inflation sur les marchés financiers et dans les enquêtes, ainsi que le renchérissement des intrants et une fixation des prix plus agressive d'après les données tirées de l'indice PMI, soulignent la nécessité d'une vigilance constante.

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 l'inflation *core* avait surpris à la baisse en janvier. Le ralentissement de l'inflation *core* et de l'inflation dans le secteur des services signale une baisse progressive des tensions sous-jacentes sur les prix et suggère que la désinflation se généralise. Il semble également lié à une modération de la croissance des salaires. À plus long terme, la croissance des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, comme l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes

sur les anticipations relatives aux salaires, signalent une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre. Dans le même temps, l'inflation dans le secteur des services demeure élevée, malgré son récent recul, et doit faire l'objet d'un suivi attentif. De même, la croissance des salaires reste soutenue, notamment en raison de la contribution des versements effectués en sus de la composante salaires négociés. Il a été observé que la hausse des prix des services et la croissance des salaires demeuraient nettement supérieures aux projections du premier semestre 2025.

Enfin, s'agissant de l'évaluation de la force de la transmission, les effets des baisses passées des taux d'intérêt ont continué de soutenir la croissance. La dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire indique un léger effet accommodant du niveau général des taux d'intérêt sur la demande de prêts des entreprises et des ménages. Cela a été jugé cohérent avec la croissance actuelle des prêts, considérée comme robuste, et avec le redressement marqué de l'investissement. Dans le même temps, l'effet d'une orientation de politique monétaire plus souple sur la demande de prêts a nettement diminué pour être désormais très faible, selon les données de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Plus généralement, il a été avancé que la nature de la transmission de la politique monétaire évoluait. Même si les banques ont assoupli leurs conditions de crédit en phase avec l'orientation de politique monétaire de ces dernières années, ce processus semble désormais montrer des signes de retournement, les banques devenant plus prudentes malgré l'assouplissement significatif de l'orientation de politique monétaire. Les banques ont fait état d'un durcissement net des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises, sous l'effet de risques perçus pour les perspectives économiques ainsi que d'une moindre tolérance au risque. Par conséquent, il est important de suivre attentivement les évolutions des conditions et du comportement des banques en matière d'octroi de prêts bancaires afin de déceler toute entrave inutile à l'investissement et à la croissance. Il a également été observé que toute modification de la composition du financement des entreprises, au niveau des fonds internes, du crédit bancaire et du financement sur les marchés de capitaux, pourrait avoir des conséquences sur la transmission de la politique monétaire. De même, l'importance croissante du secteur de l'intermédiation financière non bancaire pour le financement de l'économie réelle pourrait affecter la nature de la transmission de la politique monétaire et nécessite un examen approfondi.

Dans ce contexte, il a été suggéré que la fourchette des estimations du taux d'intérêt naturel nominal s'est déplacée vers le haut. Il a été avancé que cette évolution était en ligne avec une politique budgétaire plus expansionniste et un renforcement potentiel de la productivité résultant de l'intelligence artificielle. Il a été noté que, si cette tendance devait se poursuivre, les taux directeurs actuels pourraient devenir de plus en plus accommodants. Toutefois, il a été souligné que cette hausse reflétait largement des effets d'arrondi. De plus, il a été avancé que les modèles d'estimation du taux naturel faisaient difficilement la distinction entre une variation des taux à long terme liée à une hausse des primes de terme et une variation liée aux prédictions du taux directeur futur – seule cette dernière étant pertinente pour les estimations du taux d'intérêt naturel – il est donc difficile de tirer des conclusions précises de la hausse du taux d'intérêt naturel nominal ressortant de certains modèles.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

De plus, l'augmentation de la prime de terme, qui, selon les modèles de la structure par terme, est le principal responsable de la hausse sur la partie longue de la courbe des rendements, peut être reliée aux évolutions de la politique budgétaire, mais il est peu probable qu'elle soit liée aux évolutions de l'investissement ou de la productivité, ou aux anticipations relatives aux taux directeurs futurs. De fait, d'après les estimations fondées sur des modèles macroéconomiques, le taux d'intérêt d'équilibre nominal semble stable, ce qui suggère également que l'évolution de la productivité n'a pas encore eu d'effet sur le taux d'intérêt naturel.

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 depuis la réunion de décembre confirmant également que l'économie demeure solide dans un contexte mondial difficile. En ligne avec les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, l'économie a continué de croître à un rythme régulier, surprenant même légèrement à la hausse. La croissance est soutenue par le faible niveau de chômage, la solidité des bilans dans le secteur privé, le déploiement progressif des dépenses publiques supplémentaires consacrées à la défense et aux infrastructures et les effets bénéfiques des réductions passées des taux d'intérêt directeurs. Les perspectives d'inflation restent en bonne position et les données disponibles confirment globalement les projections de décembre. Ces perspectives globalement inchangées soutiennent le maintien à un niveau inchangé de la politique monétaire. Les perspectives restent cependant incertaines, en particulier en raison des incertitudes entourant les politiques commerciales au niveau mondial et des tensions géopolitiques. Cette incertitude peut également justifier de laisser inchangés les taux d'intérêt afin d'observer l'évolution de divers risques au cours des prochains mois. En particulier, le niveau actuel des taux directeurs fournit 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 de la possibilité persistante d'une inflation élevée et de chocs de croissance dans les deux sens. Les événements des dernières semaines et les événements apparaissant à l'horizon soulignent la persistance probable d'une incertitude et d'une imprévisibilité élevées, qui, pour une grande part, peuvent être considérées comme une incertitude radicale ou knightienne. 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 continuer à ne pas s'engager sur la trajectoire future des taux d'intérêt et ne devrait pas être interprétée comme excluant toute modification future des taux d'intérêt dans un sens ou dans l'autre s'il existait des raisons de procéder à un ajustement.

Pour la suite, les membres du Conseil ont réfléchi à des stratégies possibles pour la future politique monétaire. Même si les perspectives de base sont favorables, avec une croissance solide et une inflation qui devrait rester proche de la cible, elles restent fragiles, étant donné les risques et incertitudes importants qui les entourent. Cet environnement nécessite une évaluation attentive d'un paysage des risques en évolution. Toutefois, compte tenu des récentes surprises en matière de données, il est également important de rester attentif non seulement aux risques majeurs, mais aussi aux tendances subtiles qui pourraient progressivement éloigner de la cible la trajectoire projetée de l'inflation. Dans ce contexte, il est particulièrement important d'extraire des signaux des données quantitatives (*hard data*) disponibles. À cet égard, les projections de mars fourniront des indications supplémentaires, notamment sur la récente surprise à la baisse concernant l'inflation et sur la dynamique de croissance. Plus précisément, il est important de suivre attentivement la dynamique de croissance des salaires et l'évolution de l'inflation pour les services afin de confirmer si l'inflation sous-jacente se ralentit comme prévu. De même, il est important de suivre de près les conditions d'octroi des prêts bancaires, les variations des taux de change, les effets de la réorientation des échanges commerciaux et l'évolution de la consommation afin d'évaluer le risque d'une inflation plus durablement et plus fortement inférieure à la cible.

Cela étant, il a été mentionné que les taux d'intérêt pourraient rester à leur niveau actuel sur une période prolongée tant que les données disponibles ne signalent pas de modification significative du scénario de base pour les perspectives d'inflation ni de la balance des risques qui les entoure. Le fait que l'inflation soit, à court terme, inférieure à la cible avait été anticipé depuis longtemps et est en grande partie attribuable à l'évolution de l'inflation dans le secteur de l'énergie, et il a été avancé qu'à moyen terme, on pourrait s'attendre à ce que l'inflation reste proche de la cible de 2 % avec une

approche ferme. De ce point de vue, il a été jugé utile pour la communication d'ancrer les anticipations relatives à la politique monétaire autour des niveaux actuels.

Dans le même temps, il a été avancé que les risques pesant sur l'inflation étaient orientés à la baisse, ou qu'ils évoluaient dans cette direction depuis la réunion de décembre, dans un contexte où, selon les projections, l'inflation devrait rester proche de la cible mais encore un peu inférieure à celle-ci. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont augmenté sur les différents horizons, mais continuent de suggérer que l'inflation serait inférieure à la cible sur l'ensemble de l'horizon de projection, et de façon plus prononcée que dans les projections de décembre sur la majeure partie de cet horizon. Les prix des options, quant à eux, suggèrent une probabilité nettement plus élevée que, à moyen terme, l'inflation soit inférieure à la cible plutôt que supérieure à celle-ci. Il est donc important de se garder de tout excès de confiance, étant donné le risque qu'une augmentation progressive des tensions désinflationnistes puisse entraîner un niveau d'inflation significativement inférieur à la cible. Il a également été jugé indispensable de rappeler que la cible du Conseil des gouverneurs était totalement symétrique à moyen terme. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs devra se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, dans le cadre de son mandat, pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible à moyen terme et pour préserver la bonne transmission de la politique monétaire.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées dans le communiqué de presse de politique monétaire s'y rapportant. Les membres du Conseil des gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration de politique monétaire, que la présidente et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs.

Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 5 février 2026](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE des 4 et 5 février 2026

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Cipollone

M. Demarco

M. Dolenc, vice-gouverneur de la Banka Slovenije

M. Elderson

M. Escrivá

M. Kazāks

M. Kažimír

M. Kocher

M. Lane

M. Makhlouf *

M. Müller *

M. Nagel

M. Panetta

M. Patsalides

M. Pereira

M. Radev *

M. Rehn *

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Šimkus

M. Sleijpen *

M. Stournaras

M. Villeroy de Galhau

M. Vujčić

M. Wunsch *

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

* Membres ne disposant pas de droit de vote en février 2026 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

Autres participants

M. Dombrovskis, Commissaire **

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

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

M. Karpadia, 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

M. Dechaene

M. Gilbert

M. Horváth

M. Kaasik

M. Koukoularides

M. López

M. Lünemann

M. Madouros

Mme Mauderer

M. Meichenitsch

M. Nicoletti Altimari

Mme Raposo

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šiaudinis

M. Šošić

M. Tavlás

M. Välimäki

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Autres membres du personnel de la BCE

- M. Proissl, directeur général Communication
- Mme Vansteenkiste, conseillère auprès de la présidente
- Mme Rahmouni-Rousseau, directrice générale Opérations de marché
- M. Arce, directeur général Questions économiques
- Mme Nickel, directrice générale adjointe Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 16 avril 2026.