

Réunion des 9 et 10 septembre 2026

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Berlin le mercredi 9 et le jeudi 10 septembre 2026

8 octobre 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 faisant observer que, depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 22 et 23 juillet 2026, les marchés financiers de la zone euro ont continué d'être déterminés par les évolutions des prix de l'énergie, l'attention du marché se tournant vers la hausse mondiale des rendements à long terme dans un contexte de résilience de la macroéconomie de la zone euro.

La persistance d'un niveau élevé des prix de l'énergie, renforcée par des préoccupations quant au renchérissement des produits alimentaires, a poussé à la hausse les anticipations des marchés relatives aux perspectives d'inflation et aux taux directeurs. Les prix de l'énergie ont augmenté et les courbes des contrats à terme se sont déplacées vers le haut en raison de la reprise des hostilités entre les États-Unis et l'Iran. En Europe, l'attention s'est déplacée du pétrole vers les produits raffinés et le gaz. Le prix et la courbe des contrats à terme du gazole, un produit raffiné de type diesel, ont fortement augmenté, reflétant les inquiétudes relatives aux capacités de raffinage limitées. De même, les prix du gaz en Europe ont atteint leur plus haut niveau enregistré depuis début 2023, et les faibles niveaux des stocks de gaz en Europe pourraient exercer des tensions supplémentaires à la hausse sur les prix du gaz. La récente vague de chaleur en Europe, et ce qui pourrait probablement constituer un événement « El Niño » fort, ont également ajouté aux inquiétudes concernant des pressions à la hausse sur les prix, les prix internationaux des produits alimentaires ayant considérablement augmenté au cours des derniers mois.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les perspectives d'inflation extraites des instruments de marché ont continué d'être principalement déterminées par les évolutions des prix de l'énergie. Au fil du temps, les marchés ont réévalué la persistance du choc inflationniste. Après le déclenchement du conflit au Moyen-Orient, les marchés ont rapidement intégré dans leurs prix un important choc inflationniste à court terme, avec une augmentation brutale des *fixings* d'inflation en décembre 2026. Les *fixings* d'inflation pour juin 2027 ont réagi moins fortement dans un premier temps mais ont augmenté régulièrement depuis mi-avril, les intervenants de marché considérant de plus en plus le conflit comme une source persistante de perturbations. Par conséquent, les marchés s'attendent actuellement à ce que les tensions inflationnistes dépassent largement l'impulsion initiale des prix de l'énergie. À plus long terme, les *fixings* d'inflation pour décembre 2027 n'ont que légèrement augmenté jusqu'ici, suggérant une baisse de l'inflation en 2027, conformément aux projections établies par les services de la BCE, tout en restant supérieure à 2 %.

Cette réévaluation s'est reflétée dans les anticipations relatives au taux terminal de la BCE, qui a dépassé 3 % pour la première fois au cours du présent cycle de relèvement des taux. Les marchés intègrent totalement dans leurs prix un relèvement des taux lors de la présente réunion et ont intégré un relèvement des taux de globalement 84 points de base d'ici à fin 2027, contre 64 points de base au moment de la réunion de juillet. Les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires ont une vision plus favorable, l'anticipation médiane ne suggérant qu'un ultime relèvement des taux lors de la réunion de septembre. Aux États-Unis, les anticipations de politique monétaire ont également mis en évidence un taux terminal légèrement plus élevé, les marchés intégrant actuellement dans leurs prix entre un et deux relèvements des taux en 2026.

La discussion sur les marchés a porté sur la hausse des rendements à long terme au niveau mondial, qui provient des États-Unis, où le niveau élevé des émissions privées et publiques, les inquiétudes concernant la trajectoire budgétaire et l'incertitude quant à l'inflation ont poussé les rendements à la hausse. Depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de juillet, la courbe de rendement du taux nominal des *swaps* au jour le jour (OIS) dans la zone euro s'est déplacée vers le haut de manière largement parallèle. Le mouvement sur la partie courte de la courbe résulte pour l'essentiel d'une compensation de l'inflation plus élevée et d'une hausse attendue des taux, reflétant la réponse de politique monétaire attendue face au choc d'inflation. La partie longue (le taux à cinq ans dans cinq ans) s'est déplacée vers le haut du fait d'une hausse des primes de terme réelles, ce qui reflète probablement une augmentation de la duration devant être absorbée par les marchés en raison d'une hausse des émissions de dette, ainsi que de l'incertitude accrue quant aux perspectives budgétaires.

Si l'on considère les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans de la zone euro et leurs composantes dans une perspective de plus long terme, cela montre que les taux nominaux à long terme, les taux réels, les anticipations de taux et les primes de terme se sont négociés au sein d'une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

fourchette relativement étroite depuis le quatrième trimestre 2022, et qu'ils ne se situent pas à des niveaux très au-delà de leur moyenne sur quatre ans. Toutefois, après un point bas fin 2024, toutes les composantes ont progressivement augmenté. L'essentiel de cette augmentation est intervenu après deux événements distincts : l'annonce des mesures budgétaires par l'Allemagne en mars 2025 et le début du conflit au Moyen-Orient en février 2026. Une décomposition des taux nominaux des *swaps* au jour le jour (OIS) à dix ans dans la zone euro en déterminants structurels montre que des facteurs internes (une amélioration de l'environnement macroéconomique de la zone euro et une réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire de la BCE) en ont été les principaux déterminants. Les facteurs américains semblent avoir joué un rôle récemment, mais les effets de contagion des rendements américains vers ceux de la zone euro ont globalement été plus modestes ces deux dernières années. Tandis que les chocs de prime de terme américains ont jusqu'ici expliqué la majeure partie de la variation des primes de terme dans la zone euro, cette part aurait reculé pour s'établir à 20 %. Les mouvements à la hausse des primes de terme américaines, qui refléteraient de plus en plus des facteurs spécifiques aux États-Unis, constituent l'une des explications possibles des effets de contagion structurellement plus faibles.

Les marchés des obligations souveraines de la zone euro sont demeurés ordonnés. Les écarts de rendement des obligations souveraines par rapport aux taux OIS sont restés globalement stables depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Cela suggère que la récente hausse des rendements dans la zone euro n'a pas déclenché de réévaluation plus large du risque de crédit souverain, tandis que les marchés ont continué de faire une distinction entre les émetteurs.

S'agissant des taux de change, l'intervention coordonnée des autorités américaines et japonaises pour soutenir le yen a d'abord entraîné une forte appréciation de la monnaie japonaise par rapport au dollar américain, tandis que l'euro s'est apprécié vis-à-vis du dollar.

Les marchés d'actions de la zone euro ont continué de progresser, portés par une persistance des surprises positives en matière de données macroéconomiques, des anticipations de forte croissance des bénéfices des entreprises et un optimisme soutenu concernant l'intelligence artificielle (IA). Dans le même temps, des préoccupations sont apparues concernant l'endettement accru des entreprises du secteur de l'IA, dont une part importante est constituée de hors bilan. Si les expositions directes de la zone euro à l'endettement lié à l'IA sont restées limitées, les investisseurs sont de plus en plus exposés aux valorisations et aux anticipations de bénéfices liées à l'IA à travers les marchés d'actions. Une question importante a été de savoir si l'essor de l'investissement dans l'IA, et en particulier l'augmentation de l'endettement, pourrait générer des effets d'éviction sur les marchés obligataires de la zone euro. Jusqu'à présent, les marchés de la zone euro ont absorbé les émissions plus élevées des fournisseurs américains de services de gestion de données à très grande échelle (*hyperscalers*) sans détérioration notable des conditions de financement pour les autres émetteurs.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M^{me} Schnabel a conclu en soulignant que les conditions financières de la zone euro s'étaient légèrement durcies depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Ce durcissement s'explique par une légère hausse des taux nominaux et réels à long terme, ainsi que par une appréciation de l'euro, qui n'a été que partiellement contrebalancée par l'assouplissement lié aux actifs risqués.

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. Il a noté que, six mois plus tard, le choc énergétique déclenché par le conflit au Moyen-Orient continuait de générer des tensions inflationnistes persistantes. Après une certaine volatilité au cours de l'été, de nouvelles pressions à la hausse se sont exercées sur les prix du pétrole, accentuées par une augmentation des marges de raffinage. En outre, les prix au comptant et à terme du gaz ont fortement augmenté. Les prix du pétrole se sont établis à 97 dollars le baril – en hausse de 3 % depuis la réunion de politique monétaire de juillet du Conseil des gouverneurs – et les marges de craquage du diesel (*diesel crack spreads*) en Europe (c'est-à-dire les écarts entre les prix de gros des produits pétroliers et les prix du pétrole brut, souvent utilisés pour estimer les marges de raffinage) étaient supérieurs à 70 dollars le baril, plus de trois fois leur niveau d'avant la guerre. Les prix du gaz se sont établis à 73 euros le MWh, 17 % de plus qu'au moment de la réunion de juillet.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation totale dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est passée de 2,9 % en juillet à 3,3 % en août. De même, la hausse des prix de l'énergie s'est accélérée pour atteindre 14,3 %, après 10,3 % en juillet. Cette augmentation reflète probablement une forte contribution des marges de raffinage sur les carburants liquides ainsi qu'un renchérissement des matières premières énergétiques. Selon l'estimation rapide, la hausse des prix des produits alimentaires est demeurée inchangée à 1,2 %.

Jusqu'à présent, les effets indirects sont restés contenus, sans signe important d'effets de second tour. Le taux de croissance annuelle de la rémunération par tête s'est établi à 3,3 % au deuxième trimestre 2022, après 3,5 % au premier trimestre. Le renforcement de la productivité du travail a aussi contribué à contenir la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre, qui s'est ralentie à 2,6 %, après 3,5 % au premier trimestre. Dans le même temps, la croissance plus limitée des coûts unitaires de main-d'œuvre a été contrebalancée par une croissance plus forte des profits unitaires, qui est passée de 0,3 % à 2,2 %. Les indicateurs de marges bénéficiaires fondés sur les indices des directeurs d'achat (*Purchasing Managers' Indices*, PMI) sont restés comprimés au cours des deux premiers mois du troisième trimestre, bien que dans une moindre mesure qu'au deuxième trimestre.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

La croissance des salaires négociés a continué de se ralentir au deuxième trimestre, pour s'établir à 2,4 %. Ce résultat est globalement en ligne avec l'outil de suivi des salaires de la BCE. Cela suggère des perspectives globalement inchangées pour les salaires depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs et indique une légère accélération, à 2,7 %, de la croissance des salaires négociés au premier semestre 2027. La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement stables en juillet. Dans le même temps, les effets décalés du choc énergétique devraient continuer d'exercer des tensions sur l'inflation hors énergie au cours de l'année à venir.

Le conflit au Moyen-Orient et l'évolution récente de la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ont encore rehaussé la trajectoire des prix de l'énergie. Par conséquent, l'inflation totale demeurera probablement nettement supérieure à la cible jusqu'au premier semestre 2027. Par la suite, la hausse des prix de l'énergie devrait se ralentir et s'inverser jusqu'à mi-2028, entraînant une décélération de l'inflation totale. Selon le scénario de base des projections de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 3,0 % en 2026, 2,5 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Par rapport aux projections de juin, l'inflation totale a été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage pour 2027 et de 0,1 point de pourcentage pour 2028. Sans l'impact du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2, le taux d'inflation totale projeté pour 2028 aurait été de 1,9 %. Le renchérissement de l'énergie devrait se répercuter progressivement sur l'inflation *core* et les prix des produits alimentaires. L'amélioration des perspectives économiques contribuerait également à une légère accélération de l'inflation *core*, qui progresserait jusqu'à début 2027 et resterait soutenue jusqu'à la fin de l'année, avant de se modérer en 2028. Selon le scénario de base, l'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir en moyenne à 2,5 % en 2026, 2,6 % en 2027 et 2,3 % en 2028.

Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts restent élevées, mais la plupart des mesures à plus long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

L'économie mondiale devrait se renforcer à court terme après un ralentissement au deuxième trimestre. Les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent un redressement de la dynamique de croissance mondiale au troisième trimestre, les investissements dans l'IA restant un moteur essentiel. La dynamique robuste des échanges de produits technologiques devrait également continuer de soutenir la croissance du commerce mondial à court terme. Les pénuries d'offre en énergie se sont atténuées ces derniers mois, même si les scores de l'indice PMI indiquent une augmentation des pénuries d'offre de semi-conducteurs au niveau mondial. Depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, l'euro s'est apprécié de 1,9 % par rapport au dollar américain et de 0,7 % en termes effectifs nominaux.

L'économie de la zone euro a bien résisté au deuxième trimestre, malgré les effets défavorables du choc énergétique. Les préoccupations exprimées au début du conflit au Moyen-Orient relatives aux

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

pénuries d'engrais et aux goulets d'étranglement au niveau de l'offre ne se sont, pour l'essentiel, pas matérialisées. L'activité a progressé dans tous les pays et tous les secteurs, et cela sera probablement encore le cas au troisième trimestre. Les indicateurs tirés d'enquêtes se sont de nouveau améliorés au troisième trimestre, les indices composites rapides des directeurs d'achat (PMI) relatifs à la production et aux nouvelles commandes pour août ayant légèrement augmenté par rapport à juillet. L'industrie manufacturière continue d'afficher des performances solides, soutenue par l'augmentation des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures. Le rebond de la confiance des consommateurs à partir de faibles niveaux a aidé le secteur des services à se remettre du choc initial sur les prix de l'énergie. L'accélération de l'activité liée à l'IA se reflète dans les services numériques, les investissements des entreprises et les exportations.

Le marché du travail est resté robuste, et le taux de chômage s'est stabilisé à 6,4 % en juillet. La croissance de l'emploi et de la population active a continué de se ralentir, alors que la productivité s'est progressivement renforcée. La demande de main-d'œuvre s'est encore ralentie, le taux de vacance d'emploi ayant reculé de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 2,1 % au deuxième trimestre, et les publications d'offres d'emplois sur Indeed ont diminué, bien que de manière moins marquée que les mois précédents.

S'agissant des politiques budgétaires, les projections de septembre établies par les services de la BCE sont restées globalement inchangées par rapport aux projections de juin, prévoyant une augmentation du déficit budgétaire de la zone euro, qui passerait de 3,0 % du PIB en 2025 à 3,6 % en 2026 et à 3,7 % en 2027, avant de se modérer de nouveau légèrement pour s'établir à 3,6 % en 2028. La projection relative à l'orientation budgétaire, définie comme la variation du solde primaire corrigé du cycle, indique un important assouplissement budgétaire de 0,5 point de pourcentage en 2026, qui soutiendra l'économie. Cet assouplissement devrait toutefois s'inverser en 2027 et 2028, constituant un frein à la croissance au cours de ces années.

Les perspectives de croissance à court terme se sont améliorées par rapport aux projections précédentes, en particulier grâce à la robustesse de la consommation privée et des dépenses publiques. À moyen terme, la consommation devrait être soutenue par le recul graduel des prix de l'énergie et le dynamisme du marché du travail. La croissance serait de plus en plus stimulée par les investissements des entreprises et dans l'immobilier résidentiel. Les exportations devraient bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure, mais leur croissance est freinée par les problèmes de compétitivité et les incertitudes autour des politiques commerciales mondiales. La projection de base de septembre établie par les services de la BCE pour la croissance économique est ressortie à 0,9 % pour 2026, 1,4 % pour 2027 et 1,5 % pour 2028. Ces prévisions ont été révisés à la hausse pour 2026 et 2027, principalement en raison de la capacité de résistance plus forte que prévu de l'économie de la zone euro.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

Les perspectives demeurent hautement incertaines et fortement dépendantes des évolutions géopolitiques. Les risques sont orientés à la hausse pour l'inflation et à la baisse pour la croissance économique. En ce qui concerne le choc énergétique, les scénarios mis à jour par les services de la BCE montrent les nombreuses trajectoires possibles d'évolution de la croissance et de l'inflation dans différents cas de figure, en fonction de son intensité et de sa durée ainsi que des effets indirects et de second tour qu'il pourrait générer. Le scénario de base des projections de septembre a été complété par un scénario plus modéré, un scénario défavorable et un scénario sévère, calibrés à l'aide des distributions de probabilité tirées des instruments de marché relatives aux prix des matières premières à partir du quatrième trimestre 2026. Selon les scénarios défavorable et sévère, l'inflation resterait supérieure à la cible sur l'ensemble de l'horizon de projection, tandis que la croissance serait plus faible que prévu dans le scénario de base. Selon le scénario plus modéré, l'inflation devrait se ralentir plus rapidement que dans le scénario de base et revenir au-dessous de la cible à moyen terme, tandis que la croissance serait légèrement supérieure au niveau prévu dans le scénario de base pour 2027 et 2028.

Les taux d'intérêt de marché se sont accrus depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, reflétant des mouvements similaires sur les marchés mondiaux. Les coûts de financement se sont ajustés sans heurts à la hausse des taux d'intérêt de la BCE en juin : les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises ont augmenté pour s'établir à 3,8 % en juin et juillet, après 3,6 % en mai. Le coût de l'endettement de marché des entreprises s'est élevé à 4,0 % en juillet, soit un niveau comparable à celui des mois précédents et bien supérieur ce qu'il était avant le conflit au Moyen-Orient. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises, qui réagit habituellement avec un plus long décalage aux ajustements de politique monétaires, a de nouveau augmenté, de 4,0 % en mai et juin à 4,4 % en juillet. Le taux de croissance annuel des émissions d'obligations d'entreprises s'est établi à 3,4 %, après 3,6 % en juin et 3,3 % en mai. Les taux hypothécaires sont restés inchangés en juin et juillet, à 3,5 %, tandis que la croissance des prêts hypothécaires s'est ralentie pour revenir à 3,0 % en juillet, après 3,1 % en mai et juin.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base des informations disponibles et de l'évaluation des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, ainsi que de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs relève de 25 points de base les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Le conflit au Moyen-Orient continue de générer des tensions sur l'inflation, et les projections actualisées indiquent que l'inflation devrait rester nettement supérieure à la cible pendant une période prolongée. Le relèvement du taux de la facilité de dépôt de 2,25 % à 2,50 % constituait une décision solide dans un large éventail de scénarios. Si les mesures de l'inflation sous-jacente ont peu évolué jusqu'à présent, l'incidence

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

inflationniste globale du choc énergétique ne s'est pas encore totalement matérialisée. Les coûts de financement se sont bien ajustés à la hausse des taux d'intérêt de la BCE en juin, tandis que l'économie a fait preuve de résilience. L'absence de tensions financières et la solidité des bilans des ménages, des entreprises et des banques signifient que la transmission d'une hausse au système financier devrait se dérouler de manière ordonnée. Ce relèvement permettrait au Conseil des gouverneurs de rester en bonne position pour faire face à l'incertitude provoquée par le conflit.

À l'avenir, le Conseil des gouverneurs devrait conserver son approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, sans engagement préalable sur une trajectoire de taux particulière.

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. L'économie mondiale est robuste, même si le narratif est caractérisé par deux tendances contradictoires : d'une part, l'essor mondial de l'investissement dans l'IA ; et d'autre part, le choc mondial sur l'énergie et l'incertitude géopolitique élevée, en particulier concernant le conflit au Moyen-Orient et la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine. Si, aux États-Unis, les évolutions économiques ont clairement été dominées par l'essor de l'IA, c'est moins le cas dans la zone euro. La hausse des prix de l'énergie a suscité des inquiétudes quant à une montée des tensions inflationnistes dans l'économie mondiale. En outre, en partie en raison des perturbations sur les principales routes maritimes, les coûts d'expédition mondiaux augmentent dans plusieurs parties du monde, ce qui pourrait exercer une pression plus forte sur les prix.

S'agissant des marchés des matières premières, les évolutions depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs ont confirmé que le conflit au Moyen-Orient et la hausse des prix de l'énergie qui en résulte sont devenus plus persistants. Plusieurs préoccupations ont été exprimées à cet égard. Les prix du gaz naturel ont fortement augmenté ces dernières semaines et des inquiétudes ont été exprimées quant aux faibles niveaux de stockage, en particulier en Europe. Cela pourrait entraîner des tensions sur les prix au cours du prochain hiver, en particulier si les températures devaient être inhabituellement basses. Compte tenu du rôle important du gaz dans la production d'électricité, il a été avancé que cela pourrait avoir un impact notable sur les prix de l'électricité et se propager ensuite également aux autres prix à la consommation. Le gaz est également important pour l'industrie et pour le chauffage. S'agissant du pétrole brut, la Chine et les



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTÈME

États-Unis ont utilisé leurs réserves pour amortir la hausse des prix durant les premiers mois du conflit. Toutefois, ces réserves ont fortement diminué récemment, exerçant une pression à la hausse sur les prix du pétrole. En outre, l'augmentation des marges de raffinage dues à la destruction des capacités de raffinage au Moyen-Orient et en Russie a entraîné des hausses supplémentaires des prix des carburants, en particulier du diesel. Plus généralement, les évolutions récentes au Moyen-Orient et en Russie ont montré que les tensions sur les marchés de l'énergie pouvaient rester élevées. Dans ce contexte, il a été avancé que le conflit au Moyen-Orient pourrait se prolonger, compte tenu des objectifs politiques opposés des parties concernées. En effet, il semble que la crise au Moyen-Orient traverse actuellement sa deuxième phase. Par rapport à la baisse significative des prix des matières premières énergétiques au cours de l'année à venir suggérée par les courbes des contrats à terme et intégrée aux projections établies par les services de la BCE, tous ces facteurs créent des risques à la hausse pour les prix de l'énergie, générant ainsi également des risques à la hausse simultanés pour les perspectives d'inflation et des risques à la baisse pour les perspectives de croissance.

Dans le même temps, il a été souligné que le choc énergétique pourrait être moins persistant que prévu, dans la mesure où il s'agit essentiellement d'un choc d'origine politique qui pourrait disparaître aussi rapidement qu'il est apparu. En particulier, il a été suggéré que, s'il était avéré que le conflit au Moyen-Orient avait un impact négatif à long terme sur l'offre, la hausse des prix du pétrole et du gaz aurait dû persister indépendamment de l'évolution des négociations politiques entre l'Iran et les États-Unis. Au contraire, les prix des matières premières énergétiques ont été très volatils, reflétant étroitement ces évolutions politiques. La hausse des prix de l'énergie a également entraîné une baisse de la consommation d'énergie. En outre, le gaz est progressivement remplacé par des énergies renouvelables pour la production d'électricité. Récemment, cette substitution a été beaucoup plus rapide que prévu, les énergies renouvelables représentant environ 50 % de la consommation brute d'électricité dans l'UE fin 2025, contre une part légèrement inférieure à 40 % en 2021. L'utilisation du gaz dans l'industrie a également diminué depuis 2021, et de nombreuses entreprises sont bien couvertes contre une hausse des prix du gaz. Globalement, ces facteurs signifient que toute hausse des prix du gaz aurait probablement un effet négatif moins important sur la zone euro qu'après le choc sur les prix du gaz de 2022.

La hausse des prix de l'énergie pourrait également se transmettre aux prix des produits alimentaires. En outre, la hausse des prix des engrais, accélérée par le choc énergétique et conjuguée à l'impact du phénomène El Niño et des récentes vagues de chaleur, pourrait exercer des pressions à la hausse sur les prix des matières premières alimentaires. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont salué la rigueur analytique avec laquelle les effets économiques des crises climatiques et naturelles en cours ont été intégrés aux analyses des services de la BCE. Cette rigueur demeurera importante à l'avenir, car la fréquence et la gravité croissantes des événements liés au climat et à la nature, y

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

compris les vagues de chaleur, les incendies et les sécheresses, auront des conséquences économiques et financières de plus en plus importantes.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. L'économie a bien résisté au deuxième trimestre, enregistrant de meilleures performances qu'attendu malgré les facteurs défavorables liés au choc énergétique et à l'instabilité géopolitique actuelle. Les données disponibles ont surpris à la hausse, l'indice de surprise économique de Citigroup se situant à son plus haut niveau depuis début 2023 en raison de la vigueur des indicateurs qualitatifs et quantitatifs. Une consommation privée meilleure que prévu, des dépenses publiques robustes – sous l'effet de l'expansion budgétaire en Allemagne et des financements liés au programme NextGenerationEU – et des exportations solides ont soutenu l'économie au deuxième trimestre, tandis que l'investissement est resté atone. La croissance a concerné tous les pays et tous les secteurs, et cela fut probablement encore le cas au troisième trimestre. L'industrie manufacturière a continué d'enregistrer des performances solides, dopées par l'augmentation des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures. Le rebond de la confiance des consommateurs à partir de faibles niveaux a aidé le secteur des services à se remettre du choc initial sur les prix de l'énergie. L'accélération de l'activité liée à l'intelligence artificielle se reflète dans les services numériques, les investissements des entreprises et les exportations.

Bien que les données disponibles semblent justifier un optimisme prudent quant aux perspectives de croissance, il est important d'apprécier si les résultats solides enregistrés au deuxième trimestre sont temporaires ou s'ils marquent le début d'une amélioration plus durable de la demande. Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives quant au degré de résilience de l'économie à partir des derniers chiffres de croissance. Même si l'investissement dans l'IA se redresse dans la zone euro, il ne constitue pas la principale source de la récente résilience, l'investissement privé ayant surpris à la baisse au deuxième trimestre. La croissance plus forte qu'attendu a en fait été tirée par la consommation privée. Toutefois, cette évolution a probablement été soutenue mécaniquement par une inflation plus faible qu'anticipé. Par conséquent, la récente détérioration des perspectives d'inflation impliquerait probablement un ralentissement de la consommation au cours des prochains trimestres, du fait d'un pouvoir d'achat plus faible que prévu, à moins d'un ajustement rapide des salaires, ce qui est peu probable compte tenu de l'approche institutionnelle actuelle de la fixation des salaires dans la zone euro.

Dans ce contexte, il a été souligné qu'il est important de mieux comprendre si les résultats économiques plus robustes que prévu s'expliquent principalement par des facteurs d'offre moins négatifs ou des facteurs de demande positifs. S'ils découlaient d'une demande plus forte qu'attendu, cela générerait des risques inflationnistes supplémentaires. À l'inverse, des évolutions positives de l'offre réduiraient les risques inflationnistes. D'une part, il a été noté que la baisse temporaire des prix de l'énergie observée plus tôt cet été a constitué une dissipation partielle du précédent choc d'offre

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

négatif, ce qui pourrait expliquer à la fois une croissance plus élevée que prévu et une inflation plus faible que prévu. D'autre part, il a été avancé qu'il serait trompeur d'attribuer les fluctuations économiques récentes aux seuls chocs d'offre, étant donné que l'économie subit simultanément des chocs de demande positifs, résultant en particulier de l'IA et de la politique budgétaire, qui se sont également manifestés dans les prix des marchés d'actions. Plus généralement, s'agissant de la multitude de chocs qui continueront d'affecter l'économie à l'avenir, tels que le changement climatique, les chocs géopolitiques, les restrictions commerciales changeantes, les évolutions budgétaires et l'IA, il est important de comprendre si ces chocs se révéleront, *in fine*, inflationnistes ou déflationnistes.

Pour la période à venir, les perspectives de croissance à court terme se sont améliorées par rapport aux projections précédentes, reflétant principalement la résilience plus importante qu'attendu de l'économie de la zone euro, en particulier grâce à la robustesse de la consommation privée et des dépenses publiques. Cela implique également d'importants effets de report pour 2027. Par rapport à juin, la projection de base pour la croissance économique a été révisée à la hausse pour 2026 et 2027, à 0,9 % et 1,4 %, respectivement. Pour 2028, la projection de croissance est restée inchangée, à 1,5 %. À moyen terme, la consommation devrait être soutenue par le recul graduel des prix de l'énergie et le dynamisme du marché du travail. La croissance devrait être de plus en plus stimulée par les investissements des entreprises et dans l'immobilier résidentiel. La croissance des exportations devrait bénéficier d'une demande extérieure en hausse, mais est freinée par les problèmes de compétitivité et les incertitudes autour des politiques commerciales mondiales.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les perspectives de croissance dans les projections. D'une part, la performance meilleure qu'attendu de l'économie ayant suivi le même schéma que lors des précédents chocs mondiaux, y compris le choc sur les droits de douane d'avril 2025, il a été suggéré que les projections pourraient ne pas tenir suffisamment compte de la flexibilité et de l'adaptabilité de l'économie de la zone euro. Il a également été avancé que la dynamique actuelle de la croissance mondiale, en particulier l'essor de l'investissement dans l'IA dans le monde entier, ainsi que l'augmentation des dépenses en matière de défense et d'infrastructures, pourraient avoir un impact positif significatif sur l'économie de la zone euro. De ce point de vue, il a été estimé que la résilience récente de l'économie et la révision à la hausse des perspectives de croissance suggèrent que l'évaluation globale des risques pour la croissance pourrait accorder trop de poids à la crise énergétique mondiale, et que les risques pesant sur les perspectives économiques sont sans doute plus équilibrés qu'auparavant, même s'ils restent orientés à la baisse. D'autre part, il a été avancé que, même en l'absence d'une correction brutale sur les marchés financiers, une simple perte de dynamique de l'essor mondial de l'IA suffirait à peser sur les perspectives de croissance de la zone euro via les effets se faisant sentir au travers de la demande mondiale et des exportations nettes. En outre, une nouvelle hausse des taux d'intérêt à long terme pourrait peser sur la croissance.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Enfin, l'escalade du désaccord commercial entre les États-Unis et le Canada a mis en évidence le fait qu'une hausse des droits de douane pourrait encore constituer un risque à la baisse pour les perspectives de croissance.

Le marché du travail est demeuré robuste. Le chômage est resté faible, à 6,4 % en juillet. Bien que l'emploi reste en progression, la croissance de l'emploi et de la population active continue de se ralentir, tandis que la productivité s'est progressivement redressée. Les indicateurs relatifs aux pénuries de main-d'œuvre et les anticipations des ménages relatives à l'emploi indiquent un ralentissement du marché du travail. Dans le même temps, les indices PMI relatifs à l'emploi dans les services et le secteur manufacturier ont sensiblement augmenté depuis le printemps et se situent désormais en territoire expansionniste. Il a également été observé que les projections relatives au chômage ont globalement retrouvé la trajectoire projetée avant le début du conflit au Moyen-Orient, le taux de chômage devant revenir à de nouveaux points bas historiques. Dans ce contexte, une analyse approfondie du marché du travail a été considérée comme un élément clé pour évaluer les effets indirects et de second tour du choc énergétique via la hausse des salaires. Toutefois, au vu du calendrier habituel des négociations salariales et des délais de réaction normaux des salaires face à la hausse de l'inflation, la plupart des nouveaux éléments concernant les évolutions des salaires ne devaient être attendus qu'en début d'année prochaine.

S'agissant des perspectives budgétaires, il a été suggéré que la récente hausse des dépenses publiques et celle des rendements des emprunts publics à long terme pourraient accentuer les vulnérabilités au fil du temps. Il est donc important de maintenir des finances publiques saines. Les mesures budgétaires prises face au choc énergétique devraient rester temporaires, ciblées et adaptées.

Des réformes structurelles restent nécessaires pour soutenir une croissance potentielle plus élevée, même s'il a été avancé que la faiblesse persistante de la dynamique des efforts de réforme et les décalages temporels limitent la mesure dans laquelle les réformes potentielles devraient être vues comme un risque haussier pour les perspectives de croissance sur l'horizon de projection. Néanmoins, il est essentiel, à cette fin, de simplifier et d'harmoniser les règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE, d'accélérer la transition énergétique et d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement. Alors que les discussions en vue de s'accorder sur le cadre juridique de l'euro numérique sont entrées dans leur phase finale, les membres du Conseil ont souligné une nouvelle fois l'importance de parvenir aussi rapidement que possible à un accord sur le paquet « monnaie unique ».

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse. Cela résulte principalement du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. S'agissant de l'énergie, une nouvelle

perturbation de l'offre pourrait entraîner une augmentation des prix plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement, ce qui pèserait sur les revenus réels, les dépenses et l'investissement. Une dégradation de la confiance sur les marchés financiers internationaux ou des répercussions sur les marchés obligataires mondiaux pourraient se traduire par un durcissement des conditions de crédit, freinant ainsi la demande. Une résurgence des tensions commerciales entre les principales économies pourrait également perturber davantage les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. Cela étant, la croissance pourrait être plus forte si l'économie et les marchés de l'énergie s'adaptaient plus rapidement que prévu aux perturbations causées par les conflits en cours ou si ceux-ci trouvaient une fin durable. De plus, l'adoption des nouvelles technologies par les entreprises de la zone euro et les dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, ainsi que les réformes visant à accroître la productivité et achever le marché unique de l'UE, pourraient renforcer la croissance davantage qu'attendu.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'inflation a augmenté pour s'établir à 3,3 % en août, après 2,9 % en juillet. La hausse des prix de l'énergie s'est également accentuée. Cette progression est probablement surtout due à un net accroissement des marges de raffinage sur les carburants liquides ainsi qu'à un renchérissement des matières premières énergétiques. Toutefois, les chiffres pour l'inflation totale en juillet et en août ont été légèrement inférieurs aux prévisions. Cela tient en partie à une hausse des prix des produits alimentaires plus faible que prévue, mais également à une légère surprise à la baisse concernant l'inflation *core* en août, ce qui pourrait indiquer une surestimation de l'ampleur des effets indirects. En particulier, la hausse des prix des services est revenue de 3,3 % en juillet à 3,0 % en août. Il a été suggéré que cette tendance méritait une attention particulière car, si elle devait se poursuivre, elle pourrait avoir un impact significatif sur les perspectives relatives à l'inflation *core*.

La hausse des prix du pétrole et du gaz ainsi que des marges de raffinage ont constitué les principaux déterminants de l'inflation depuis le début du conflit au Moyen-Orient. Même si l'incertitude relative à l'impact plus large du choc énergétique sur l'inflation reste élevée, il a été suggéré que la transmission des hausses des prix de l'énergie aux composantes hors énergie a été jusqu'à présent plus favorable qu'anticipé, sans généralisation significative de l'inflation plus élevée aux différents postes de consommation à ce jour. En conséquence, et contrairement à la poussée inflationniste de 2021-2022, lorsque l'inflation hors énergie s'était nettement accélérée, la part des biens et services dont les prix se sont accrus de plus de 3 % ou 4 % en rythme annuel n'a pas beaucoup augmenté. Plus généralement, le recul de l'inflation *core* et de la hausse des prix des services, le ralentissement de la croissance des salaires et la stabilité globale des anticipations d'inflation à plus long terme ne permettent pas de qualifier la transmission du choc comme généralisée, tandis que les agrégats monétaires fournissent peu de signes d'une inflation tirée par la demande. Dans le même temps, il a

été souligné que les tensions sur les prix s'accroissent dans certaines régions. Jusqu'à présent, la répercussion de la hausse des coûts est ressortie plus clairement dans les prix des biens non énergétiques. La hausse des coûts de l'énergie à l'échelle mondiale a entraîné un accroissement des tensions en amont. Ces tensions se reflètent dans une inflation nettement plus élevée pour les biens importés et intermédiaires, qui pourrait de plus en plus se répercuter sur un panier de consommation plus large, comme le reflète l'accentuation progressive de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. La hausse des prix des produits liés à l'IA constitue un autre facteur inflationniste.

Les perspectives d'inflation présentées dans les projections de septembre se sont détériorées par rapport à juin. La flambée des prix du pétrole, des produits raffinés et du gaz et le déplacement vers le haut de leurs courbes des contrats à terme suggèrent que les tensions inflationnistes seront plus persistantes, l'inflation étant susceptible de rester supérieure à la cible plus longtemps qu'anticipé précédemment. Même si les projections de base pour l'inflation en 2026 sont restées inchangées par rapport à juin, les projections pour 2027 et 2028 ont été révisées à la hausse. Les nouvelles projections de base prévoient que l'inflation totale s'établira en moyenne à 3,0 % en 2026, 2,5 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Le ralentissement rapide de l'inflation totale qui est attendu pour 2027 s'explique principalement par une atténuation de la hausse des prix de l'énergie, qui devrait revenir de près de 15 % fin 2026 à environ – 4 % un plus tard. Dans l'ensemble, l'inflation totale devrait diminuer, revenant de 3,6 % au dernier trimestre 2026 à 1,9 % au dernier trimestre 2027, mais elle devrait atteindre 2,2 % au dernier trimestre 2028, en partie en raison de la mise en place du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2. L'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 2,5 % en 2026, 2,6 % en 2027 et 2,3 % en 2028. Cela implique que l'inflation *core* devrait dépasser 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection, en partie en raison d'effets indirects et de certains effets de second tour.

Les membres du Conseil ont procédé à un échange de vues sur les perspectives d'inflation présentées dans les projections établies par les services de la BCE. Le mouvement à la hausse des prix de l'énergie depuis la date d'arrêt des hypothèses techniques a créé des risques haussiers pour les projections d'inflation. Il a été avancé que ces risques à la hausse ne contredisaient pas les chiffres de l'inflation inférieurs aux prévisions des derniers mois, car il semblait probable que ceux-ci aient été largement déterminés par des facteurs rétrospectifs. Par exemple, le renchérissement exceptionnellement faible des produits alimentaires au cours des derniers mois ne devrait pas persister. Au lieu de cela, compte tenu des récentes vagues de chaleur, des sécheresses et des feux de forêt, ainsi que de l'intensification d'El Niño, il a été avancé que des risques à la hausse pesaient sur les projections relatives à l'inflation dans le secteur des produits alimentaires, en particulier au début de l'année prochaine, à l'expiration des contrats à long terme. En outre, la transmission de la hausse des prix de l'énergie et des engrais aux prix des produits alimentaires devrait se faire avec un décalage. Toutefois, il a été souligné que les récentes surprises à la baisse concernant les prix des

produits alimentaires étaient dues à des conditions météorologiques plus favorables que prévu plus tôt dans l'année ainsi qu'à des prix des engrais et des produits agricoles européens inférieurs aux prévisions, et que la nouvelle projection relative à la hausse des prix des produits alimentaires reflétait ces résultats plus faibles qu'attendu. En outre, s'il est vrai que la plupart des indicateurs suggèrent un rebond notable de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires au cours de la période à venir, reflétant les effets indirects des prix de l'énergie sur les prix des produits alimentaires et le probable impact significatif d'El Niño sur les prix internationaux des produits alimentaires, la projection de base actualisée intègre déjà une forte accélération de la hausse future des prix des produits alimentaires. Par conséquent, les risques à la hausse pour l'inflation sur les produits alimentaires par rapport à la projection de base ne sont pas clairement établis ; en réalité, par rapport à cette projection, les risques pourraient même être orientés à la baisse.

Il a également été observé que la projection d'inflation était influencée par l'ampleur de l'écart de production et que la production potentielle pourrait avoir été plus élevée compte tenu de la croissance de la productivité récemment plus forte que prévu. Plus généralement, il a été suggéré que les données effectives depuis juin – qui englobent de meilleurs résultats que prévu tant pour la croissance que pour l'inflation – indiquent que l'impact du choc sur les prix de l'énergie a jusqu'à présent été différent de ce qui avait été anticipé précédemment, ce qui devrait être pris en compte lors de l'interprétation des dernières projections.

S'agissant de la croissance des salaires, les évolutions récentes ont été globalement conformes aux anticipations. La croissance des salaires a continué de se modérer et les analyses récentes du marché du travail continuent d'indiquer que, contrairement à la période pré-pandémique, les perspectives des salaires nominaux semblaient cohérentes avec la cible d'inflation dans un environnement de faible niveau de chômage. Dans ce contexte, il a été souligné que les projections établies par les services de la BCE supposaient une matérialisation d'effets de second tour au cours des prochaines années, mais jusqu'à présent, les données relatives à la croissance des salaires et aux embauches en fournissaient peu d'éléments probants. Si la croissance des salaires devrait être légèrement plus élevée, les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui représentent une variable déterminante de l'inflation, devraient augmenter plus lentement en raison d'une plus forte croissance de la productivité, et les chiffres pour le deuxième trimestre 2026 ont également nettement surpris à la baisse. Dans le même temps, il a été avancé qu'il était important de ne pas relâcher la vigilance à l'égard des évolutions des salaires, car elles ne devraient refléter que progressivement les effets de second tour au fil du temps. En outre, la question de l'ampleur avec laquelle les taux d'inflation totale actuellement projetés pourraient entraîner un ajustement significatif des tendances en matière de négociations salariales est restée ouverte. Toutefois, le profil dans les dernières projections intègre une réponse partielle des salaires à la hausse de l'inflation, en ligne avec les tendances historiques.

S'agissant des anticipations d'inflation, bien que la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme soient restées relativement stables et aient continué de s'établir autour de 2 %, les anticipations d'inflation à des horizons plus courts sont nettement plus élevées, comme le reflètent les enquêtes menées à la fois auprès des experts et des ménages. Les anticipations d'inflation ressortant de l'enquête sur les anticipations des consommateurs (*Consumer Expectations Survey*, CES) ont de nouveau légèrement augmenté, en ligne avec le renchérissement des prix de l'énergie. Selon l'enquête, les anticipations d'inflation à cinq ans ont augmenté pour s'établir à 2,5 % en août, ce qui correspond au niveau le plus élevé enregistré depuis le début de la publication des données, fin 2022. Il a cependant été souligné que les enquêtes relatives aux anticipations d'inflation des ménages comportent généralement des biais en ce qui concerne le niveau des anticipations. Les résultats de l'enquête sur les anticipations des consommateurs ne devraient donc pas faire l'objet d'une comparaison mécanique avec la cible d'inflation à 2 %, et il conviendrait plutôt de se concentrer sur les évolutions des chiffres au fil du temps.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, principalement à cause du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution de la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine. Le choc énergétique pourrait encore s'intensifier, et ses effets sur les autres prix et les salaires pourraient être plus forts qu'anticipé actuellement. Les prix du gaz, notamment, pourraient augmenter en cas de nouvelles perturbations de l'approvisionnement ou d'un hiver inhabituellement froid coïncidant avec de faibles niveaux des stocks. Plus les prix de l'énergie restent longtemps à des niveaux élevés, plus ils sont susceptibles de pousser à la hausse l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. Un regain des tensions commerciales pourrait entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et aggraver les contraintes de capacité dans l'économie de la zone euro. Des phénomènes météorologiques extrêmes, potentiellement exacerbés par une intensification des conditions *El Niño*, et l'évolution plus générale des crises liées au climat et à la nature, pourraient conduire à une hausse plus importante que prévu des prix des produits alimentaires. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les conflits géopolitiques en cours étaient durablement résolus ou si les effets indirects et de second tour du récent choc énergétique se révélaient moins prononcés qu'anticipé. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Compte tenu de l'utilisation des courbes à terme des prix de l'énergie dans les projections de base, et de la persistance d'un environnement hautement incertain, les membres du Conseil ont estimé que compléter les projections de base établies par les services de la BCE et l'évaluation régulière des risques par des scénarios alternatifs actualisés permettait de donner une indication du large éventail de trajectoires d'évolution possibles concernant l'inflation et la croissance. Bien que le scénario le plus

modéré reste une possibilité à ne pas exclure, il a été suggéré que les scénarios défavorable et sévère étaient particulièrement utiles pour évaluer les risques entourant le scénario de base, puisque chacun de ces risques peut être mis en correspondance avec des scénarios établissant la quantité de barils de pétrole ou de mégawattheures de gaz non disponibles sur le marché. Dans l'ensemble, même si les membres du Conseil ont en général jugé que les projections de base pour l'inflation, malgré des risques orientés à la hausse, étaient plus plausibles qu'aucun des scénarios alternatifs, il a également été mentionné que le scénario défavorable était plus probable que le scénario de base.

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 marchés financiers intègrent désormais pleinement dans leurs prix un relèvement des taux d'intérêt de la BCE lors de la réunion de septembre, avec deux ou trois relèvements supplémentaires intégrés d'ici fin 2027. Toutefois, les anticipations tirées d'enquêtes – de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires à celles menées par Bloomberg et Reuters – sont assez différentes, et suggèrent que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt se stabiliserait à 2,50 % après un relèvement des taux en septembre. Cet écart peut s'expliquer au moins en partie par les primes de risque intégrées à la courbe de marché, et par la date plus précoce des enquêtes, bien que les raisons de cette différence nécessitent un examen plus approfondi.

Les rendements à long terme dans la zone euro ont augmenté depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, et la hausse globale depuis le début du conflit au Moyen-Orient est significative. Les récents mouvements sur la partie longue de la courbe semblent résulter en premier lieu d'une hausse des primes de terme réelles, ce qui pourrait être attribuable à l'augmentation des émissions de dette publique et privée ainsi qu'à l'incertitude entourant les perspectives budgétaires.

L'augmentation des taux d'intérêt de marché depuis la réunion de juillet reflète des mouvements similaires sur les marchés mondiaux. Dans ce contexte, il est important d'analyser à la fois les évolutions des rendements à long terme au niveau mondial et leurs déterminants, d'appréhender les effets de la hausse progressive des rendements, y compris pour les conditions financières, les finances publiques et la macroéconomie, et d'évaluer les évolutions futures.

Les conditions de financement au sens large sont restées favorables. Les marchés des obligations souveraines de la zone euro ont continué de fonctionner de manière ordonnée, avec quelques divergences entre les États membres présentant des fondamentaux différents. Les marchés boursiers ont affiché des performances solides au cours du mois précédent, reflétant une impulsion positive de la demande -liée en particulier à l'IA et à la politique budgétaire- ainsi que des anticipations de gains de productivité résultant des technologies d'IA. Dans le même temps, la dépendance des prix des actions à l'IA et l'apparent découplage des valorisations de l'économie au sens large, en particulier aux États-Unis, pourrait également constituer un sujet de préoccupation, étant donné qu'ils créent un



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

risque de correction brutale sur les marchés financiers. Un écart entre les bénéfices attendus et réalisés de l'IA pourrait constituer une source de volatilité sur les marchés boursiers. En outre, même en l'absence d'une forte correction, un ralentissement de la dynamique associée à l'essor de l'IA est susceptible d'avoir une incidence négative sur les conditions financières dans la zone euro. De plus, l'augmentation des émissions obligataires en Europe par des entreprises américaines liées à l'IA constitue une autre source potentielle de risque de contagion pour la zone euro en cas de détérioration significative du secteur de l'IA.

S'agissant des conditions de financement des entreprises, les taux des prêts bancaires ont augmenté après le relèvement des taux d'intérêt en juin, s'établissant à 3,8 % en juin et en juillet après 3,6 % en mai. Le coût de l'endettement de marché des entreprises s'est établi à 4,0 % en juillet, soit un niveau comparable à celui des mois précédents et bien supérieur à ce qu'il était avant le conflit au Moyen-Orient. Dans l'ensemble, la croissance des prêts aux entreprises est restée robuste et a continué de s'accélérer. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises, qui réagit habituellement avec un plus long décalage aux ajustements de politique monétaire, a encore augmenté, pour s'établir à 4,4 % en juillet après 4,0 % en mai et juin, tandis que le taux de croissance annuel des émissions d'obligations d'entreprises s'est établi à 3,4 %, après 3,6 % en juin et 3,3 % en mai. L'expansion du crédit aux entreprises a cependant été inégale, spécifique à certains secteurs, et en partie dépendante de l'investissement dans l'IA, du soutien budgétaire et des besoins de financement temporaires créés par le choc énergétique. Plus particulièrement, même si par rapport à plusieurs années récentes, le crédit aux petites entreprises s'est redressé et inscrit en hausse cette année, le crédit aux grandes entreprises s'est redressé davantage et est demeuré plus solide. C'est en particulier le cas si l'on considère à la fois le crédit bancaire et le crédit privé, qui a pris une importance croissante depuis la pandémie, ainsi que la possibilité, pour les grandes entreprises, de remplacer l'un de ces types de crédit par l'autre. Les petites entreprises, en revanche, ne peuvent en temps normal pas accéder au crédit privé, elles ont donc été davantage dépendantes du crédit bancaire. Il a également été observé que les entreprises liées à l'IA se sont vu octroyer davantage de crédits que les autres entreprises, et que les entreprises à haut risque s'en sont vu octroyer moins que les autres entreprises. Pris conjointement, ces facteurs pourraient suggérer que les petites et moyennes entreprises (PME) et les travailleurs indépendants sont soumis à des contraintes de crédit. Cette situation serait préoccupante, compte tenu de l'importance des PME pour de nombreuses économies européennes, et une analyse plus approfondie est jugée nécessaire sur ce point.

Les taux hypothécaires sont restés inchangés en juin et en juillet, à 3,5 %, tandis que la croissance des prêts hypothécaires s'est ralentie pour s'établir à 3,0 % en juillet, après 3,1 % en mai et en juin. Il a été suggéré que, dans l'ensemble, la croissance des prêts aux ménages est restée solide. Dans le même temps, il a été avancé que la dynamique du crédit semble s'être récemment essouffée, avec un ralentissement de l'activité hypothécaire.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont analysé les données devenues disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire conformément aux trois principaux éléments définis par le Conseil des gouverneurs comme déterminants pour sa fonction de réaction en 2023, et actualisés en juillet 2025, 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.

Les membres du Conseil se sont largement accordés sur le fait que les perspectives d'inflation se sont détériorées, le conflit au Moyen-Orient et l'évolution récente de la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine ayant encore rehaussé la trajectoire des prix de l'énergie. Selon les projections de septembre établies par les services de la BCE, l'inflation resterait supérieure à sa cible plus longtemps que prévu précédemment. Par rapport au scénario de base de juin, la projection d'inflation est restée inchangée pour 2026, mais elle a été relevée pour 2027 et 2028, bien qu'il ait également été considéré que le tableau dressé par ces projections n'était pas significativement différent de celui dressé par les deux précédents exercices, y compris en ce qui concerne les projections établies juste après le début du conflit au Moyen-Orient. Le choc énergétique plus persistant est susceptible de maintenir l'inflation totale à un niveau nettement supérieur à sa cible jusqu'au premier semestre 2027, ce qui est jugé inconfortable mais clairement pas aussi spectaculaire qu'au cours de la poussée inflationniste de 2021-2022. Par la suite, la hausse des prix de l'énergie devrait ralentir puis s'inverser jusqu'à la mi-2028, entraînant une décélération de l'inflation totale. L'inflation totale devrait revenir autour de sa cible vers la fin de 2027, en partie sous l'effet de taux d'intérêt plus élevés.

Le renchérissement de l'énergie devrait progressivement se répercuter sur l'inflation *core* et sur les prix des produits alimentaires. L'amélioration des perspectives économiques contribuerait également à une légère accélération de l'inflation *core*, qui augmenterait jusqu'au début de l'année 2027 et resterait soutenue jusqu'à la fin de l'année, avant de se modérer en 2028. Cependant, la baisse attendue par rapport au pic devrait être graduelle, et l'inflation *core* devrait encore s'établir à 2,3 % à la fin de l'horizon de projection, ce qui implique qu'elle devrait rester supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection. Une telle persistance est le reflet de l'accumulation progressive à la fois d'effets indirects et, dans une moindre mesure, d'effets de second tour liés au choc sur l'énergie.

Les perspectives, et donc le scénario de base des projections de septembre, restent très incertaines. En ce qui concerne le choc énergétique, les scénarios mis à jour par nos services montrent les nombreuses trajectoires possibles d'évolution de la croissance et de l'inflation dans différents cas de figure, en fonction de son intensité et de sa durée ainsi que des effets indirects et de second tour qu'il



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

pourrait générer. Plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus ils seront susceptibles de pousser à la hausse l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible avec un profil plus modéré des prix de l'énergie que dans le scénario de base ou si les effets indirects et de second tour du choc énergétique se révélaient moins prononcés qu'anticipé. Dans ce contexte, il a été avancé que, compte tenu de la persistance du choc énergétique, de l'accumulation des tensions sur les prix et de l'amélioration des conditions de la demande, le risque d'effets indirects et de second tour est devenu plus important et doit faire l'objet d'un suivi attentif. Jusqu'à présent, toutefois, les effets indirects sont restés contenus et aucun effet de second tour n'a été observé. Il a également été suggéré qu'un ralentissement du marché du travail et une modération de la croissance des salaires pourraient limiter le risque d'effets de second tour. De plus, même si les anticipations d'inflation à plus court terme restent à des niveaux élevés, la crédibilité de l'engagement de la BCE à ramener l'inflation à sa cible à moyen terme demeure solide, les anticipations d'inflation à moyen et long terme demeurant ancrées. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme se sont établies autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Tous les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse par rapport aux projections de base établies par les services de l'Eurosystème, les évolutions du conflit au Moyen-Orient et de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine étant les principales sources de risque. L'important mouvement à la hausse des prix de l'énergie -en particulier des prix du gaz- depuis la date d'arrêt des projections a poussé à la hausse les trajectoires des prix des contrats à terme et créé un risque à la hausse pour l'inflation projetée. Les réserves d'énergie étant plus faibles qu'au début du conflit au Moyen-Orient, le choc énergétique pourrait encore s'intensifier. En particulier, les prix du gaz pourraient continuer d'augmenter en cas de nouvelles perturbations de l'approvisionnement ou d'hiver inhabituellement froid coïncidant avec les niveaux des stocks actuellement bas. Les marges de raffinage pourraient rester à des niveaux élevés plus longtemps qu'anticipé actuellement et pourraient encore augmenter si la capacité de raffinage continuait de diminuer. Dans ce contexte, il a été observé qu'en cas de matérialisation de ces risques à la hausse majeurs sur l'inflation liés principalement à des événements géopolitiques, il y aurait également un effet défavorable sur les revenus réels, ce qui pèserait sur la croissance économique. L'évaluation selon laquelle les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse s'inscrit donc dans le cadre d'une évaluation intégrée qui voit des risques à la hausse sur l'inflation.

L'inflation pourrait également se révéler plus élevée si les effets du choc énergétique sur les autres prix et salaires étaient plus marqués qu'anticipé actuellement. Il a été avancé que, si elle se révélait durable, la plus forte capacité de résistance de l'économie, conjuguée à l'impulsion de demande résultant du boom de l'IA et des dépenses budgétaires, pourrait signifier que les entreprises se



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

trouveraient en meilleure position pour répercuter la hausse des coûts des intrants sur les prix à la consommation. Cela pourrait accroître les risques de persistance de l'inflation et d'effets de second tour. Des phénomènes météorologiques extrêmes, potentiellement exacerbés par une intensification des conditions *El Niño*, et l'évolution plus générale des crises liées au climat et à la nature, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante que prévu. Enfin, le risque demeure que les tensions commerciales renouvelées entraînent une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduisent l'offre de matières premières critiques et aggravent les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro.

Dans le même temps, les risques ne vont pas tous dans le même sens. L'inflation pourrait être plus faible si les conflits géopolitiques en cours étaient durablement résolus ou si les effets indirects ou de second tour du récent choc énergétique se révélaient moins prononcés qu'anticipé. Dans ce contexte, il a été observé qu'il était possible que le conflit au Moyen-Orient soit résolu cet automne. Cela fait du scénario plus modéré une possibilité, en particulier dans la mesure où la forte volatilité des prix de l'énergie reflète étroitement l'évolution des tensions politiques, ce qui remet en question le narratif de perturbations persistantes de l'offre sur les marchés de l'énergie. Il existe également un risque que, soit une détérioration du sentiment sur les marchés financiers mondiaux associée à une plus grande volatilité et une plus grande aversion au risque des marchés financiers, soit des répercussions sur les marchés obligataires mondiaux, puissent durcir les conditions du crédit et freiner la demande, réduisant ainsi à la fois la croissance et l'inflation.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, la plupart des indicateurs sont restés globalement stables en juillet. Bien que toutes les mesures aient continué de se situer au-dessus de 2 %, l'inflation sous-jacente a été jugée contenue jusqu'à présent. Il n'y a pas encore eu de généralisation significative de l'inflation à la suite du choc énergétique, l'inflation *core* revenant à 2,4 % en août après 2,5 % en juillet, peu d'éléments indiquant des effets sur l'inflation intérieure et la stabilité globale des mesures fondées sur des moyennes tronquées de l'inflation sous-jacente. À ce stade, le choc énergétique n'a pas encore eu d'incidence significative sur les salaires. La croissance des salaires continue de se modérer, la rémunération par tête augmentant à un rythme annuel de 3,3 % au deuxième trimestre, après 3,5 % au premier trimestre. La hausse de la productivité du travail a aussi contribué à contenir la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans le même temps, la croissance des profits unitaires a augmenté. Pour la période à venir, l'outil de suivi des salaires de la BCE signale une légère accélération de la hausse des salaires négociés, à 2,7 %, au premier semestre 2027. Tout cela suggère que, jusqu'à présent, le choc énergétique n'a pas exercé d'effets de second tour sur les salaires, et il a également été avancé que les revendications salariales futures pourraient être modérées par un ralentissement du marché du travail. Par conséquent, le risque d'effets de second tour via les salaires pourrait être plus faible qu'envisagé précédemment. Dans le même temps, il a été avancé qu'il est important de ne pas relâcher la vigilance à l'égard des évolutions des salaires, car

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

elles ne devraient refléter que progressivement les effets de second tour au fil du temps. De plus, une économie plus résiliente pourrait signifier qu'il serait plus facile aux travailleurs de demander des hausses de salaire, ou au moins de récupérer les pertes de salaire réel, en particulier dans les secteurs où la main-d'œuvre est rare.

Enfin, la transmission de la politique monétaire est harmonieuse. Les effets de la hausse des taux d'intérêt soutiendraient le retour attendu de l'inflation autour de la cible vers fin 2027. La réévaluation sur la partie longue de la courbe des rendements, à condition qu'elle reste ordonnée, soutient également l'orientation souhaitée de la politique monétaire et pourrait avoir des implications pour les taux directeurs appropriés à l'avenir. Les estimations fondées sur des modèles suggèrent que les effets de la hausse des taux d'intérêt à long terme sur la croissance et l'inflation pourraient être significatifs. Dans ce contexte, il a été observé que les projections de septembre intègrent l'impact direct de la récente hausse significative des taux d'intérêt à long terme jusqu'à la date d'arrêt.

Il a été avancé que la croissance robuste des prêts aux ménages et aux entreprises suggère que les conditions de financement ne sont toujours pas restrictives. Toutefois, il a été noté que les entreprises recherchaient des crédits en partie pour des raisons de liquidité, afin de couvrir les coûts plus élevés des intrants et les besoins en fonds de roulement à la suite du choc énergétique. Il a donc été avancé qu'une croissance globale élevée du crédit aux entreprises n'impliquait pas actuellement un essor de l'investissement. De plus, la croissance du crédit aux ménages a été soutenue par une augmentation significative des demandes de crédit émanant de ménages contraints qui recherchaient des prêts pour faire face à la hausse du coût de la vie. Par conséquent, cette contribution positive à la croissance du crédit aux ménages n'est pas bon signe, mais signale plutôt que certaines personnes sont sous pression. Plus généralement, il a été suggéré que les évolutions récentes, notamment la hausse des taux de marché, l'appréciation de l'euro, la baisse de l'activité hypothécaire et les pressions sur les ménages à faibles revenus, indiquent que les conditions monétaires et financières limitent déjà une partie de la demande.

Les conditions de financement des entreprises comme des ménages devraient également se durcir, ce qui devrait probablement freiner la croissance au cours de la période à venir. Dans ce contexte, il a été observé que l'investissement dans l'IA en zone euro est fortement dépendant du crédit et sensible aux taux d'intérêt.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont soutenu la proposition présentée par M. Lane d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Cette décision souligne l'engagement du Conseil des gouverneurs à mener une politique monétaire assurant la stabilisation



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Le conflit au Moyen-Orient continue de générer des tensions inflationnistes. Le choc énergétique a été plus persistant qu'anticipé précédemment et les perspectives d'inflation se sont détériorées, la projection de base pour l'inflation ayant été révisée à la hausse pour 2027 et 2028. L'inflation devrait rester nettement supérieure à la cible pendant une période prolongée, le retour à la cible devant désormais être plus tardif qu'anticipé précédemment. L'inflation *core* devrait rester supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation restent orientés à la hausse. L'économie continue également de bien résister et peut donc absorber une hausse des taux d'intérêt. S'il a été noté que la réponse devrait rester proportionnée, il a également été souligné qu'un taux de la facilité de dépôt de 2,50 % restait dans la fourchette d'estimation des taux d'intérêt neutres. Dans l'ensemble, un nouveau relèvement des taux de 25 points de base est donc justifié par les données disponibles, les projections de septembre établies par les services de l'Eurosystème et les perspectives d'inflation en évolution, et nécessaire pour assurer un retour suffisamment rapide et durable de l'inflation à la cible. Une telle action devrait renforcer la crédibilité de l'engagement du Conseil des gouverneurs en faveur de la stabilité des prix et de sa fonction de réaction, contribuant ainsi à garantir que les anticipations d'inflation à moyen et long terme restent bien ancrées. La décision d'augmenter les taux de 25 points de base a également été robuste pour les trois scénarios – plus modéré, défavorable et sévère – produits par les services de l'Eurosystème, reflétant l'écart attendu de l'inflation par rapport à la cible à moyen terme en l'absence de mesures de politique monétaire appropriées. Cette décision place également le Conseil des gouverneurs en bonne position pour faire face à l'incertitude élevée causée par le conflit au Moyen-Orient.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont réaffirmé que les futures décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt continueront d'être fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, 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.

Compte tenu de l'environnement volatil et de l'incertitude généralisée, qui signifient que la situation pourrait évoluer rapidement, il est particulièrement important de s'abstenir de donner des orientations concernant la trajectoire future des taux d'intérêt et de conserver toute discrétion pour l'ensemble des réunions futures, selon une approche dépendant des données et éclairée par une évaluation complète. Dans ce contexte, il est raisonnable de simplement reconnaître la forte incertitude, les risques entourant les perspectives d'inflation et les différents scénarios possibles, étant donné que la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs indique déjà la manière dont il réagirait dans différentes circonstances. Dans ce contexte, la communication devrait rester neutre, ne suggérant ni

que la décision actuelle constitue une nouvelle étape dans un cycle de resserrement prédéterminé, ni qu'il s'agit du dernier relèvement des taux. Dans le même temps, il est essentiel de rester vigilant. Par conséquent, il est important de faire savoir que le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à atteindre une inflation de 2 % à moyen terme, qu'il suit de près l'ensemble des informations disponibles et qu'il reste agile et flexible pour répondre aux évolutions des perspectives d'inflation dans un sens comme dans l'autre.

Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs définira une orientation de politique monétaire appropriée pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible à moyen terme. Il continuera de surveiller de près l'ampleur et la persistance de cette augmentation des prix de l'énergie ainsi que ses répercussions sur la formation des prix et des salaires, les anticipations d'inflation et la dynamique économique dans son ensemble. Au cours des prochains mois, il sera particulièrement important d'évaluer la force des effets indirects et de guetter d'éventuels effets de second tour, car ces dynamiques pourraient rendre l'impact inflationniste direct du choc énergétique plus persistant.

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 10 septembre 2026](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 9-10 septembre 2026

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. Vujčić, vice-président

M. Cipollone

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

M. Demarco

M. Dolenc

M. Elderson

M. Escrivá*

M. Kaasik

M. Kazāks*

M. Kažimír

M. Kocher

M. Lane

M. Makhlouf

M. Moulin

M. Nagel

M. Panetta

M. Patsalides*

M. Pereira

M. Radev

M. Rehn

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Šimkus*

M. Sleijpen

M. Stournaras*

M. Wunsch

M. Žigman*

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

Autres participants

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

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

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Personnes accompagnantes

Mme Bénassy-Quéré

Mme Brezigar

M. Dechaene

M. Horváth

M. Koukoularides

M. López

M. Lünemann

M. Madouros

Mme Mauderer

M. Nicoletti Altimari

Mme Radeva

M. Randveer

Mme Raposo

M. Reichenbachas

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šošić

Mme Stiftinger

M. Tavlás

M. Välimäki

M. ter Weel

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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 26 novembre 2026.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.