BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

EUROSYSTÈME

Réunion des 28 et 29 octobre 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 28 et le jeudi 29 octobre 2026

26 novembre 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 sur les dernières évolutions intervenues sur les marchés financiers en faisant observer que la hausse des prix de l'énergie depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 9 et 10 septembre 2026 a renforcé les inquiétudes relatives à la persistance des tensions inflationnistes. Dans le même temps, l'attention des marchés s'est déplacée vers la dynamique budgétaire et les préoccupations relatives au cycle d'investissement dans l'intelligence artificielle (IA) de plus en plus financé par endettement.

Les tensions sur les prix de l'énergie se sont nettement intensifiées depuis la réunion de septembre, portant les prix du pétrole et du gaz à des niveaux supérieurs à ceux prévus dans le scénario défavorable des projections macroéconomiques de septembre 2026 pour la zone euro établies par les services de la BCE. En réponse au regain de tensions au Moyen-Orient, la dernière courbe des contrats à terme sur le pétrole s'est nettement déplacée vers le haut par rapport au scénario de base des projections de septembre, et s'est également déplacée de façon visible au-dessus de celle du scénario défavorable à court terme. La réévaluation sur les marchés du gaz a été encore plus prononcée, la courbe des contrats à terme se situant actuellement bien au-dessus de celle du scénario défavorable sur l'ensemble de l'horizon.

Les marges de raffinage du diesel se sont établies à un niveau historiquement élevé, les marges de craquage (*crack spreads*) du diesel – les écarts entre les prix de gros et les prix du pétrole brut – dans

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

la zone euro étant supérieurs aux niveaux observés après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022. Les taux de fret de la région du Golfe vers l'Europe ont atteint des niveaux record, tandis que la probabilité d'un accord de paix entre les États-Unis et l'Iran d'ici fin 2026 est à son plus bas niveau depuis le début de la guerre au Moyen-Orient. La hausse des prix de l'énergie s'est reflétée dans la compensation de l'inflation. Les *fixings* d'inflation sur 2026 et 2027 se sont déplacés vers le haut, atteignant un pic à 4,5 % pour janvier 2027 et demeurant supérieurs à 2,5 % jusqu'au premier trimestre 2028, tandis qu'ils restent globalement inchangés pour 2028. Les risques d'inflation implicites tirés des options continuent d'être orientés à la hausse sur les horizons à deux et cinq ans.

Malgré la forte hausse des prix de l'énergie et la détérioration des perspectives d'inflation, les anticipations relatives aux taux d'intérêt directeurs de la BCE se sont établies à des niveaux proches de ceux de septembre. Le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à un an dans un an s'est découplé des prix de l'énergie, ce qui est cohérent avec les informations selon lesquelles les taux d'intérêt n'évolueront pas en phase avec les coûts de l'énergie. Immédiatement après la réunion de politique monétaire de septembre du Conseil des gouverneurs, la courbe à terme des taux OIS s'est nettement déplacée vers le haut, intégrant temporairement plus de quatre hausses supplémentaires de 25 points de base au cours des 12 prochains mois, avant que les investisseurs ne réduisent leurs anticipations à un peu moins de trois hausses supplémentaires. La valorisation du marché corrigée des primes de terme indique un pic attendu du taux de la facilité de dépôt autour de 3 %, ce qui implique un resserrement plus prononcé que l'anticipation médiane des participants à l'enquête auprès des analystes monétaires, qui ne prévoient qu'un seul nouveau relèvement.

Les taux sans risque de la zone euro se sont stabilisés et, à plus long terme, ont même diminué depuis la réunion de septembre, tandis que les taux américains ont augmenté sur l'ensemble des échéances en raison de la hausse des taux réels. La divergence entre les rendements réels dans la zone euro et aux États-Unis est cohérente avec la perception par les investisseurs d'une économie américaine plus dynamique.

La hausse des taux à dix ans de la zone euro par rapport à la moyenne en 2024 a résulté principalement d'une hausse des primes de terme réelles, reflétant une incertitude accrue quant aux perspectives macroéconomiques à long terme et une offre nette croissante de dette publique et privée. La hausse attendue des taux réels à court terme et la hausse des anticipations d'inflation représentent environ un tiers de la hausse des taux à dix ans. En outre, le passage en territoire positif des corrélations actions-obligations indique une réduction des avantages de diversification qu'offrent les obligations dans un contexte de chocs d'offre défavorables plus fréquents, nécessitant une compensation plus importante pour couvrir le risque de duration.

La hausse des taux réels ayant accru les coûts d'emprunt des gouvernements et réduit la marge de manœuvre budgétaire, les rendements des obligations souveraines sont devenus plus sensibles aux différences de perspectives budgétaires. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

nettement augmenté pour certains pays depuis la précédente réunion de politique monétaire, mais ils sont généralement restés bien inférieurs aux pics précédents et globalement en ligne avec les fondamentaux. Une plus grande réactivité des rendements des obligations souveraines de la zone euro aux tensions sur les marchés reflète également une évolution vers des investisseurs plus sensibles aux prix. Malgré le récent creusement des écarts de rendement, les indicateurs de tensions systémiques sont restés contenus, à des niveaux bien inférieurs à ceux enregistrés lors des précédents épisodes de tensions sur les marchés.

Les actions bancaires de la zone euro ont globalement bien résisté et, malgré une correction récente, ont continué de se négocier en territoire positif depuis le début de l'année, bénéficiant de l'environnement de taux d'intérêt plus élevés comme de la forte rentabilité forte et des solides positions de fonds propres des banques. Les banques de la zone euro ont continué de réduire leurs expositions domestiques à l'ensemble des portefeuilles d'obligations d'État. Cela suggère qu'elles sont moins exposées aux chocs domestiques, les portefeuilles étant devenus plus diversifiés.

Les inquiétudes relatives à l'inflation, aux conditions financières et à la politique budgétaire se sont également répercutées sur les marchés boursiers dans leur ensemble, les actions de la zone euro affichant des performances insuffisantes. Un autre facteur pesant sur les marchés boursiers à l'échelle mondiale est la forte correction des valeurs technologiques, les inquiétudes croissantes relatives à l'augmentation du financement par endettement pour le développement de l'IA et aux rendements qu'elle générerait ayant provoqué une volatilité significative. L'augmentation substantielle des émissions de dette par les fournisseurs de services de gestion de données à très grande échelle (*hyperscalers*) pour financer l'investissement dans l'IA a jusqu'à présent été absorbée sans difficulté sur les marchés des obligations d'entreprises de la zone euro, mais à un coût plus élevé pour les émetteurs.

L'affaiblissement du sentiment à l'égard du risque dans la zone euro et les taux d'intérêt divergents se sont reflétés dans le taux de change EUR/USD, qui s'est nettement déprécié depuis la réunion de septembre. Dans l'ensemble, les conditions financières se sont récemment durcies, principalement en raison d'une correction des actifs risqués et d'une hausse des rendements souverains, bien que partiellement contrebalancées par l'affaiblissement du taux de change

Mme Schnabel s'est ensuite tournée vers les marchés de financement à court terme. Les coûts d'emprunt des banques sur les marchés des opérations de pension au jour le jour ont poursuivi leur tendance haussière progressive, les écarts entre les taux des garanties françaises, italiennes et espagnoles étant globalement stables par rapport à ceux des garanties allemandes. La redistribution de la liquidité entre les banques a continué de s'opérer de manière fluide, les conditions sur le marché monétaire s'ajustant bien à un environnement caractérisé par un moindre excédent de liquidité.
Le 27 octobre 2026, le recours aux opérations de refinancement standard de l'Eurosystème a atteint son plus haut niveau depuis fin 2016, les taux à court terme du marché monétaire demeurant proches

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

du taux de la facilité de dépôt. L'opération principale de refinancement à sept jours, qui couvrait la fin du mois d'octobre 2026, et l'opération de refinancement à plus long terme à trois mois, qui couvre la fin de l'année 2026, ont toutes deux contribué à cette hausse. Dans l'ensemble, il est encourageant de constater que les banques ont de plus en plus recours aux opérations de refinancement standard dans leur gestion quotidienne de la liquidité, à mesure que la normalisation du bilan et la réduction de l'excédent de liquidité progressent.

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 de l'inflation dans la zone euro, M. Lane note que l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 3,8 % en septembre, après 3,2 % en août. Cette hausse a résulté de la hausse des prix de l'énergie, qui s'est nettement accentuée pour s'établir à 18,9 %, après 14,3 %. Les prix du diesel et de l'essence ont atteint de nouveaux sommets en septembre, en partie à cause des marges de raffinage élevées. L'inflation hors énergie est quant à elle ressortie à 2,3 % en septembre, contre 2,1 % en août. La hausse des prix des produits alimentaires s'est accentuée de 0,2 point de pourcentage en septembre, pour atteindre 1,3 %, en partie en raison de l'impact des vagues de chaleur estivales sur la composante produits alimentaires non transformés. L'inflation *core* (mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires) s'est inscrite en hausse à 2,5 % en septembre, après 2,4 % en août : un ralentissement de 0,1 point de pourcentage de la hausse des prix des biens, qui est revenue à 1,1 %, a été largement compensée par une hausse de 0,2 point de pourcentage de l'inflation dans les services, qui est ressortie à 3,2 %.

La transmission du choc énergétique à l'inflation est restée particulièrement visible au niveau des effets directs. Globalement, les effets indirects ont évolué comme prévu et sont restés limités. Jusqu'à présent, aucun signe significatif d'effets de second tour n'a été observé. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés globalement stables et les tensions sur les salaires sont restées modérées. La rémunération par tête a crû de 3,3 % au deuxième trimestre, contre 3,6 % au premier trimestre, alors que le renforcement de la productivité a contribué à contenir la progression des coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans le même temps, des pressions haussières sont observées en amont de la chaîne des prix. L'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE a suggéré que la croissance des salaires négociés fluctuerait entre 2,5 % et 2,8 % au cours des derniers mois de 2026 et se situerait à 2,6 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2027, soit globalement en ligne avec les projections de septembre établies par les services de la BCE. Toutefois, dans l'indice composite des directeurs d'achat (PMI), les prix des intrants ont atteint 67,3 en octobre, après 67,0 en septembre et 62,8 en août. En outre, les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente pour l'année à venir ont augmenté lors de la dernière campagne de l'enquête sur l'accès des entreprises au

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

financement (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*, SAFE) dans la zone euro. Ces signaux suggèrent que les effets indirects et de second tour deviendront plus significatifs au fil du temps, comme anticipé dans les projections macroéconomiques de septembre.

Les anticipations d'inflation tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché ont fortement augmenté à des horizons plus courts, tandis que la plupart des mesures des anticipations à plus long terme se sont établies autour de 2 %, soutenant l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme. Les estimations des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché (calculées à partir des mesures de la compensation de l'inflation corrigées des primes de risque) se sont établies en moyenne à 3,1 % pour 2026, 3,3 % pour 2027 et 2,1 % pour 2028. Les anticipations des prévisionnistes professionnels relatives à l'inflation totale ont été révisées à la hausse pour 2027, mais sont restées inchangées pour 2028, à 2,0 %. Les anticipations d'inflation à moyen et à long terme des consommateurs ont été globalement stables, tout comme les anticipations des entreprises, selon les campagnes des deuxième et troisième trimestres de l'enquête SAFE.

Les prix du Brent (contrat à terme à échéance la plus proche (*front month*)) ont augmenté de 13 % pour s'établir à 115 dollars le baril depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, dans un environnement de volatilité, de taux de fret et de prix mondiaux des produits raffinés élevés. Les tensions sur les prix ont été particulièrement prononcées pour les contrats physiques sur le Brent, qui reflètent des prix pour une livraison plus immédiate que les prix des contrats à terme à l'échéance la plus proche. Les prix du gaz ont augmenté de 22 % pour s'établir à 97 euros le MWh sur la même période, en raison des pressions à la hausse exercées par le conflit au Moyen-Orient. L'euro s'est déprécié de 4,0 % par rapport au dollar depuis la réunion de septembre et de 2,2 % en termes effectifs nominaux.

Les informations disponibles font état d'une poursuite de la croissance économique mondiale au troisième trimestre, l'indice PMI composite pour la production mondiale (hors zone euro) s'établissant à 54,5 en septembre, ce qui reflète une expansion dans le secteur manufacturier et les services. Dans le même temps, les stocks de produits finis ont augmenté pour s'établir bien au-dessus de leurs moyennes de long terme, suggérant une thésaurisation des produits finis pour se prémunir contre les incertitudes persistantes. Le commerce mondial a continué de croître, soutenu par la demande liée à l'IA, mais s'est déplacé des biens vers les services.

Pour la zone euro, les données disponibles suggèrent que l'économie a continué de croître au troisième trimestre. L'indice PMI composite pour la production est resté en territoire expansionniste en octobre, à 51,9, même s'il a été légèrement inférieur aux chiffres d'août (52,0) et de septembre (53,1). Les indices PMI pour les services et le secteur manufacturier signalent une expansion. L'industrie manufacturière, les services numériques et les exportations bénéficient des investissements des entreprises dans l'IA. Les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense soutiennent également l'activité. Tous ces facteurs devraient continuer d'alimenter la croissance à court terme. Dans le même temps, les nouvelles hausses des prix de l'énergie ont pesé sur la confiance des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

consommateurs, et l'augmentation des coûts de financement risque d'avoir une incidence négative sur la croissance.

S'agissant du marché du travail, le taux de chômage est resté à 6,4 % en août. La croissance de l'emploi et de la population active demeure modérée, tandis que la productivité s'est progressivement renforcée. Les publications d'offres d'emploi sur Indeed ont peu évolué ces derniers mois, tandis que l'indice composite PMI relatif à l'emploi est resté juste au-dessus du seuil de 50. Les anticipations des consommateurs en matière de chômage à un an ont atteint leur plus haut niveau depuis le début du conflit au Moyen-Orient, mais les anticipations ressortant de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels ont peu évolué. Si l'enquête indique une modération progressive du taux de chômage, à 6,3 % en 2027 et 6,2 % en 2028, ce taux est supérieur aux taux des projections de septembre établies par les services de la BCE, qui prévoient un taux de chômage de 6,1 % en 2027 et de 5,9 % en 2028.

S'agissant des politiques budgétaires, la tendance est restée marquée par un assouplissement important en 2026, suivi d'un durcissement significatif en 2027 et 2028. Les nouvelles mesures budgétaires annoncées depuis les projections de septembre ont renforcé ce profil d'évolution, avec un nouvel assouplissement cette année et un nouveau durcissement l'année prochaine.

À moyen terme, l'amélioration de la confiance et des revenus réels, due au recul progressif des prix de l'énergie et à la solidité du marché de l'emploi, devrait stimuler la demande intérieure. Les investissements dans les activités liées à l'IA ainsi que les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense devraient également continuer de soutenir la croissance. La croissance des exportations devrait bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure.

Les conditions financières se sont durcies depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les taux d'intérêt ont globalement augmenté, tandis que les cours des actions ont baissé. La hausse des taux d'intérêt s'inscrit dans une tendance plus générale sur les marchés financiers mondiaux, reflétant les retombées du conflit au Moyen-Orient et les émissions de dette élevées dans les secteurs public et privé dans de nombreuses économies. La hausse des rendements à long terme ayant résulté en partie d'une augmentation des primes de risque réelles, elle constitue un facteur de durcissement qui contribuera à freiner la demande.

Le coût de l'endettement de marché pour les entreprises a augmenté pour s'établir à 4,1 % en août, après 4,0 % en juillet, et les taux débiteurs bancaires leur étant appliqués se sont maintenus à 3,8 %. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises s'est ralenti à 4,2 % en août et septembre, contre 4,4 % en juillet, alors que celui des émissions d'obligations d'entreprises a augmenté, à 4,2 % en septembre, après 3,8 % en août et 3,5 % en juillet. Les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont durcis au troisième trimestre, les banques faisant état de préoccupations quant aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. La dernière campagne de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*) a corroboré le constat d'un durcissement des conditions du crédit, les entreprises ayant largement fait

état d'un nouveau durcissement net des taux débiteurs bancaires. Malgré des besoins de financement plus élevés pour les stocks et les fonds de roulement, la demande de prêts des entreprises a reculé, principalement à cause de la hausse des taux d'intérêt. Les taux hypothécaires ont augmenté en août, à 3,6 %, après 3,5 % en juillet, tandis que la croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement ralentie, à 3,0 % en septembre. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires sont restés inchangés au troisième trimestre, alors que la demande de prêts hypothécaires a fortement diminué en raison des taux d'intérêt plus élevés.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base de l'évaluation des informations disponibles au regard des trois éléments de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs maintienne inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les prix de l'énergie ont augmenté au-delà de la trajectoire de référence des projections de septembre établies par les services de la BCE, faisant peser des risques à la hausse sur les perspectives d'inflation et des risques à la baisse sur les perspectives de croissance. Cette augmentation pourrait encore s'intensifier à court terme et l'inflation totale pourrait rester largement supérieure à la cible au cours des prochains trimestres. Ensuite, le ralentissement de l'augmentation des prix de l'énergie, combiné aux effets de la hausse des taux d'intérêt, devrait permettre le retour de l'inflation à la cible. Alors que les effets du choc énergétique ne se sont pas encore totalement matérialisés, l'inflation sous-jacente est restée globalement stable jusqu'à présent et les salaires n'ont pas encore réagi de manière significative à ce stade. Les relèvements des taux d'intérêt en juin et en septembre placent le Conseil des gouverneurs en bonne position pour faire face au niveau actuel d'incertitude élevée. Les projections de décembre, qui porteront l'horizon de prévision jusqu'à 2029, fourniront une évaluation intégrée actualisée de la manière dont le choc énergétique, les dynamiques liées à l'IA, les modifications des conditions de financement et toutes les autres évolutions pertinentes déterminent les perspectives l'inflation et les risques qui les entourent. Les données qui seront disponibles d'ici décembre permettront également au Conseil des gouverneurs d'évaluer l'évolution de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

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

Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'analyse économique, les membres du Conseil ont partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. S'agissant tout d'abord de l'environnement extérieur, l'économie

mondiale a continué de mieux résister que prévu, malgré de nouvelles hausses des prix de l'énergie, un durcissement des conditions financières et des tensions géopolitiques élevées. Les informations disponibles indiquent une croissance économique mondiale régulière au troisième trimestre, l'indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale (hors zone euro) ayant augmenté en septembre, reflet d'une expansion dans le secteur manufacturier et les services. L'activité mondiale est soutenue par l'investissement dans l'IA, l'accumulation de stocks et le fait que les droits de douane se sont révélés plus bas qu'initialement annoncé. L'IA stimule un essor de l'investissement, soutenant le commerce mondial et le cycle manufacturier. L'accumulation de stocks est en partie liée à une thésaurisation de produits finis visant à se prémunir contre des incertitudes persistantes.

Même s'il a été noté que la résilience de la croissance économique s'est maintenue malgré les facteurs défavorables liés à la hausse des prix de l'énergie, aux incertitudes géopolitiques et au durcissement des conditions financières, des inquiétudes ont été exprimées quant à la mesure dans laquelle on peut compter sur la croissance de l'investissement dans l'IA et l'accumulation de stocks pour continuer de soutenir l'activité mondiale. Le conflit au Moyen-Orient et les tensions géopolitiques ont persisté bien plus longtemps que prévu initialement. L'incertitude, y compris quant à une potentielle intensification des tensions géopolitiques, reste élevée. Il convient de surveiller l'impact positif de l'investissement dans l'IA sur l'activité économique mondiale ainsi que ses implications plus larges pour l'inflation à l'échelle mondiale. D'une part, la croissance de l'investissement dans l'IA soutient l'activité économique et la demande mondiale via l'activité dans le secteur manufacturier, l'investissement et les échanges commerciaux, entraînant ainsi une accélération de l'inflation. D'autre part, si l'IA augmentait la productivité, elle pourrait avoir un effet désinflationniste. Plus précisément, cela réduirait l'emploi et limiterait la capacité des entreprises à augmenter leurs prix.

S'agissant des marchés des matières premières, les membres du Conseil ont noté que les prix de l'énergie se situent au-dessus du scénario défavorable des projections de septembre. Non seulement les prix du pétrole brut ont continué d'augmenter, mais les hausses des prix de l'énergie se sont également généralisées et accentuées, y compris pour le gaz naturel et les produits raffinés, en particulier le diesel. Cette évolution est liée aux tensions géopolitiques et à des facteurs d'offre. Les prix du gaz naturel dans la zone euro ont triplé depuis le début du conflit au Moyen-Orient et atteignent désormais leur plus haut niveau depuis 2022. S'agissant des prix des combustibles liquides, le choc initial semble avoir été absorbé dans une certaine mesure par des ajustements de l'offre et de la demande. Le nouveau pic semble résulter d'une anticipation de nouvelles intensifications du conflit au Moyen-Orient. D'une part, rien n'indique que le conflit au Moyen-Orient sera résolu rapidement, ce qui suggère un choc sur les prix de l'énergie encore prolongé. D'autre part, les origines géopolitiques du choc énergétique ont créé des risques en sens opposé s'agissant de l'évolution des prix de l'énergie. L'écart entre le prix du diesel raffiné et le prix du pétrole brut s'est accentué, en grande partie en raison de perturbations de l'offre au Moyen-Orient et en Russie, ainsi que d'une réduction de l'offre en provenance de Chine. Les niveaux actuellement élevés des prix des

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

produits raffinés ont été considérés comme préoccupants, car ils pourraient se répercuter sur les coûts des transports, du fret maritime, de l'agriculture et de la production, propageant l'impact au-delà de ceux associés à la seule composante énergie directe de l'inflation. Les prix des matières premières alimentaires, en particulier en Asie, sont également soumis à des tensions en raison des conditions météorologiques défavorables liées au phénomène « El Niño ». Même s'il a été noté que les services de la BCE ont déjà intégré certains effets décalés liés aux augmentations des prix de l'énergie et aux conditions météorologiques dans leurs projections relatives à la hausse des prix des produits alimentaires, de nouveaux effets pourraient se matérialiser l'année prochaine avec la conclusion de nouveaux contrats et accords sur les prix pour la production alimentaire. Les prix de l'énergie pourraient diminuer si la prime actuelle pour le diesel favorisait l'utilisation de la capacité disponible pour réduire l'écart d'offre mondial ou, si la situation géopolitique s'améliorait, la prime de risque associée pourrait se résorber relativement rapidement. À l'inverse, les prix du gaz pourraient de nouveau augmenter si l'approvisionnement était encore perturbé ou si un hiver exceptionnellement froid coïncidait avec de faibles niveaux de stockage, dans un contexte de concurrence mondiale pour le gaz naturel liquéfié.

S'agissant de l'activité économique intérieure, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. Malgré la hausse des prix de l'énergie et le durcissement des conditions financières, la croissance économique de la zone euro a continué d'afficher une certaine résilience et s'est révélée jusqu'à présent plus vigoureuse que prévu. Les données disponibles suggèrent que l'économie de la zone euro a continué de croître au troisième trimestre de cette année. Les services se sont redressés, après un ralentissement au début du conflit au Moyen-Orient. L'industrie manufacturière, les services numériques et les exportations bénéficient des investissements des entreprises dans l'IA. Les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense soutiennent également l'activité. Tous ces facteurs devraient continuer d'alimenter la croissance à court terme. Dans le même temps, les nouvelles hausses des prix de l'énergie pèsent sur la confiance des consommateurs et l'augmentation des coûts de financement risque d'avoir une incidence négative sur la croissance.

Malgré la hausse des prix de l'énergie et le durcissement des conditions financières, l'indice des directeurs d'achat d'octobre montre encore une expansion dans le secteur manufacturier et les services. Des éléments indiquent une dynamique de croissance positive, bien que modérée, dans certains secteurs, en particulier ceux liés à l'IA et aux dépenses de défense et d'infrastructure en Allemagne. La zone euro a bénéficié de l'activité liée à l'IA au cours des deux premiers trimestres de l'année, les services les plus impliqués dans le processus de numérisation représentant un tiers environ de la croissance de la valeur ajoutée, ce qui constitue un signe encourageant pour l'avenir.

Si la croissance s'est maintenue autour de 0,2 % à 0,3 % par trimestre, certains signes indiquent un potentiel ralentissement de l'activité économique, en particulier en raison d'une forte diminution de l'indice PMI en octobre ainsi que d'un affaiblissement de la confiance des consommateurs et de la

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

consommation privée. Les perspectives de croissance à court terme ont été jugées plus moroses que prévu précédemment et les signaux à la baisse sont plus visibles, même s'il a été noté que les anticipations de croissance à court terme ressortant de l'enquête auprès des analystes monétaires ont été révisées à la hausse.

Pour l'avenir, les membres du Conseil se sont généralement accordés sur le fait que le durcissement des conditions financières et la nouvelle flambée des prix de l'énergie auraient un effet négatif sur la croissance, même si son ampleur reste à déterminer. La baisse de la demande de prêts suggère un effet négatif plus prononcé sur l'activité que ce qui était observé jusqu'à présent, même si une partie de l'impact de taux plus élevés sur les dépenses d'investissement privé, l'immobilier résidentiel et la consommation pourrait être atténuée par un taux de change plus faible. La récente flambée des prix de l'énergie depuis août a créé un effet défavorable plus prononcé et, dans l'ensemble, les prix plus élevés de l'énergie doivent encore se répercuter sur l'activité de la zone euro et se refléter dans les données relatives au PIB.

La consommation privée, qui avait jusqu'alors évolué en ligne avec la reprise projetée, a commencé à s'affaiblir. Plusieurs facteurs sont à l'œuvre. La hausse des prix de l'énergie a un impact sur les revenus réels et affaiblit la confiance des consommateurs. L'augmentation des taux d'intérêt a renforcé les incitations à épargner et à réduire la consommation. La forte baisse de la demande de prêts au logement et la hausse des taux hypothécaires pourraient commencer à peser sur l'investissement dans l'immobilier résidentiel. La forte demande de services touristiques a constitué l'un des facteurs de soutien. À moyen terme, l'amélioration de la confiance et des revenus réels, soutenu par un recul progressif des prix de l'énergie et un marché du travail robuste, devrait renforcer la demande intérieure.

L'investissement des entreprises a été soutenu par l'activité liée à l'IA, mais des questions se posaient de plus en plus quant à la durée durant laquelle ce facteur (associé à des droits de douane plus bas que ceux initialement annoncés) continuerait à apporter un soutien. La hausse des coûts d'emprunt et le durcissement des critères d'octroi de crédit devraient freiner l'investissement plus largement.

Le marché du travail de la zone euro est resté globalement résilient, malgré certains signes d'atténuation. Le taux de chômage est resté proche de ses points bas historiques en août. L'emploi et la population active ont continué de progresser, bien qu'à un rythme modéré, tandis que la productivité s'est progressivement redressée. Les offres d'emploi sont restées stables ces derniers mois et l'indice composite des directeurs d'achat pour l'emploi est demeuré juste au-dessus du seuil de 50. Les anticipations relatives au taux de chômage tirées de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels ont peu évolué et continuent d'indiquer une diminution progressive du taux de chômage par rapport à son niveau actuel. Toutefois, les anticipations des consommateurs à un an relatives au chômage ont atteint leur plus haut niveau depuis le début du conflit au Moyen-Orient. Un autre facteur à prendre en compte est l'impact potentiel de l'IA sur la productivité et l'emploi.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Si l'orientation budgétaire devrait soutenir la croissance en 2026 grâce aux dépenses de défense et d'infrastructure, elle pourrait être plus restrictive en 2027. Dans le même temps, les prochaines élections pourraient entraîner des dépenses plus importantes qu'envisagé actuellement. En revanche, l'incertitude budgétaire et politique élevée pourrait peser sur la croissance.

Les membres du Conseil ont considéré qu'à moyen terme, l'amélioration de la confiance et des revenus réels, due au recul progressif des prix de l'énergie et à la solidité du marché de l'emploi, devrait stimuler la demande intérieure. Les investissements dans les activités liées à l'IA ainsi que les dépenses publiques dans les infrastructures et la défense devraient également continuer de soutenir la croissance. La croissance des exportations devrait bénéficier de l'accroissement de la demande extérieure.

S'agissant des politiques structurelles et budgétaires, les membres du Conseil ont réaffirmé qu'une croissance potentielle plus élevée nécessitait des réformes structurelles et devait s'appuyer sur des finances publiques saines. La soutenabilité budgétaire constitue un point d'ancrage essentiel pour la stabilité économique au sens large. Les gouvernements doivent être proactifs pour améliorer la soutenabilité budgétaire. À cette fin, les mesures budgétaires prises face au choc énergétique devraient rester temporaires, ciblées et adaptées.

Renforcer le potentiel de croissance de la zone euro nécessite des réformes structurelles : simplifier et harmoniser les règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE, accélérer la transition énergétique et parachever l'union pour l'épargne et l'investissement. Ces réformes sont essentielles afin de rendre l'économie de la zone euro plus dynamique et plus résiliente. 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 » de la Commission européenne.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance sont orientés à la baisse, principalement en raison du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution récente de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. Une perturbation prolongée des approvisionnements en énergie pourrait entraîner une augmentation des prix dans ce secteur plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement, ce qui pèserait sur les revenus réels, les dépenses et l'investissement. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers internationaux ou des répercussions de plus en plus marquées sur les marchés obligataires mondiaux pourraient se traduire par un durcissement des conditions de financement, freinant ainsi la demande. L'incertitude budgétaire pourrait aussi entraîner un nouveau durcissement des conditions de financement et éroder la confiance, et peser ainsi sur la consommation et l'investissement. Une résurgence des tensions commerciales entre les principales économies pourrait 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

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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 publiques consacrées aux infrastructures et à la défense, ainsi que les réformes visant à accroître la productivité et à achever le marché unique de l'UE, pourraient renforcer la croissance davantage qu'attendu.

S'agissant des évolutions des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, notant que, d'une part, les prix de l'énergie ont augmenté au-delà de la trajectoire de base prévue dans les projections de septembre établies par les services de la BCE, ce qui devrait encore accentuer l'inflation à court terme et maintenir l'inflation totale bien au-dessus de la cible au cours de l'année à venir. D'autre part, l'inflation sous-jacente est restée globalement stable ces derniers mois et les données relatives à la croissance des salaires se sont encore modérées.

Avec la poursuite et la généralisation de la hausse des prix de l'énergie, l'inflation totale a augmenté davantage que prévu, ressortant à 3,8 % en septembre, après 3,2 % en août. La hausse des prix de l'énergie s'est fortement accélérée, pour s'établir à 18,9 % en septembre après 14,3 % en août. Toutefois, d'autres composantes de la hausse des prix à la consommation, notamment les produits alimentaires, les biens non énergétiques et les services, ont été conformes ou légèrement inférieures à ce qui avait été anticipé précédemment. L'inflation hors énergie est ressortie à 2,3 % en septembre, après 2,1 % en août. La hausse des prix des produits alimentaires est passée de 1,1 % à 1,3 %. Dans le secteur des services, l'inflation est ressortie à 3,2 % en septembre, après 3,0 % en août, tandis que pour les biens, elle est revenue à 1,1 %, après 1,2 %. Il a été noté que, même si l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques s'est accentuée depuis le début de l'année, une grande partie de cette hausse est imputable à l'électronique, reflétant probablement le boom de l'IA. L'inflation dans le secteur des services a été globalement stable au cours des 12 derniers mois et, hors postes liés aux voyages, a enregistré une baisse notable.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont restés globalement stables, bien qu'ils se soient établis au-dessus de 2 % et que des pressions haussières ressortent en amont de la chaîne des prix. La hausse en glissement annuel de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires s'est révélée légèrement plus faible qu'anticipé dans le scénario de base des projections de septembre. Certaines mesures ont amorcé un redressement, notamment la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI), qui a été considérée comme un prédicteur fiable de l'inflation future pendant la pandémie de COVID-19, ainsi que l'indicateur *core* par agrégation des régimes des sous-composantes d'inflation (*Indicator of Core by Aggregating Regimes of Inflation Sub-components*, ICARIS).

S'agissant des perspectives à court terme, d'une part, il est clair que l'inflation sera plus élevée plus longtemps que prévu précédemment. Les derniers contrats à terme sur l'énergie indiquent que

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

l'inflation totale pourrait dépasser 4 %. Même si le profil d'inflation attendu continue de dépendre fortement des hypothèses volatiles relatives à l'énergie, la hausse de l'IPCH en 2027 pourrait dépasser les chiffres de l'inflation prévus par les services de la BCE dans le scénario défavorable des projections de septembre. D'autre part, les dernières données relatives à l'inflation dans l'IPCH hors énergie et produits alimentaires suggèrent des perspectives légèrement meilleures que prévu précédemment, mais la prise en compte de la répercussion du renchérissement de l'énergie suggère une trajectoire d'inflation *core* plus élevée au niveau ou au-dessus du niveau observé dans le scénario défavorable. Il a été suggéré que peut-être, l'inflation sous-jacente pourrait devenir rigide autour de 2,5 % plutôt que diminuer.

Il a été rappelé que ces actualisations partielles et mécaniques d'exercices de projection par ailleurs exhaustifs doivent être interprétées avec prudence. Point important, le fait que les contrats à terme sur le pétrole et le gaz se situent désormais à des niveaux supérieurs à ceux du scénario défavorable n'implique pas nécessairement que ce scénario se matérialisera également pour l'inflation mesurée par l'IPCH. Le scénario défavorable relatif à l'inflation mesurée par l'IPCH a déjà intégré dans le jugement d'autres éléments non liés aux prix de l'énergie, en particulier en termes de nouveaux effets indirects et de second tour, et il n'inclut pas encore l'impact du durcissement des conditions financières.

À plus long terme, il existe une incertitude considérable quant à l'impact des forces opposées sur l'inflation. D'une part, des effets de base liés au profil décroissant des contrats à terme sur les prix de l'énergie suggéreraient mécaniquement une trajectoire de désinflation durable pour l'inflation totale mesurée par l'IPCH d'ici fin 2027 et, de plus, en freinant la demande, l'impact du durcissement des conditions de financement et de l'affaiblissement des conditions de croissance exercerait une pression à la baisse sur l'inflation. D'autre part, s'il a été noté que les effets de base mécaniques n'apportent pas d'informations sur la dynamique de l'inflation sous-jacente, la hausse des prix de l'énergie devrait générer des effets indirects et de second tour supplémentaires par rapport à ceux actuellement pris en compte, ce qui pourrait se traduire par une inflation demeurant supérieure à la cible en 2028.

S'agissant des effets directs, indirects et de second tour résultant de la hausse des prix de l'énergie, jusqu'à présent, ce sont principalement des effets directs qui se sont matérialisés. Les effets indirects sont restés globalement limités, comme prévu, et aucun signe important d'effets de second tour n'a été observé jusqu'à présent. Toutefois, le fait que les prix de l'énergie aient augmenté encore plus et plus longtemps, conjugué aux signaux provenant des prix des intrants et des anticipations relatives aux prix de vente, suggère que les effets indirects s'accentueront au fil du temps et que certains effets de second tour finiront par se matérialiser, comme cela a déjà été anticipé dans une certaine mesure dans les projections de septembre. Les entreprises ont été davantage susceptibles de répercuter la hausse des coûts sur les prix dans la mesure où leurs marges se réduisaient, comme indiqué dans l'enquête de la BCE réalisée par téléphone auprès des entreprises, et les travailleurs ont été davantage susceptibles de chercher au moins à rétablir le pouvoir d'achat perdu par le biais de

demandes salariales plus élevées. Bien qu'aucun signe clair d'effets de second tour n'ait été observé jusqu'à présent, il est important de rester vigilant face à des signaux d'alerte précoce, y compris des signes d'effets indirects. À cet égard, la hausse des anticipations des consommateurs relatives à l'inflation à un an, l'accélération des prix à la production dans la zone euro, en particulier pour les biens intermédiaires, et la hausse des anticipations relatives aux prix de vente sont toutes pertinentes. De plus, le fait que les ménages et les entreprises se souviennent encore du choc d'inflation de 2022 pourrait impliquer qu'une nouvelle période prolongée de renchérissement de l'énergie pourrait affecter les négociations salariales, les décisions en matière de fixation des prix et les anticipations d'inflation plus rapidement que par le passé. Il a été rappelé que lors de la campagne d'enquête auprès des prévisionnistes professionnels pour le quatrième trimestre 2026, qui a été menée en octobre, les effets indirects et de second tour attendus pour 2027 ont plus que doublé, à 0,4 point de pourcentage, depuis l'enquête pour le troisième trimestre.

Outre un élargissement des hausses de l'inflation dans le secteur de l'énergie, qui ont d'abord touché le pétrole brut pour s'étendre désormais aux produits raffinés, tels que le diesel, au gaz naturel et à l'électricité, on a également observé des signes de généralisation des tensions en amont de la chaîne des prix à la production, en particulier pour les biens intermédiaires et les biens d'équipement. Par exemple, alors que la part des prix des biens de consommation et des services augmentant de plus de 3 à 4 % est restée relativement stable, la part des prix à la production des biens intermédiaires enregistrant des hausses supérieures à 3 % a fortement augmenté sur une période de trois mois et se situe à un niveau également observé en 2021-2022. Il a été avancé que ces tensions sur les prix pouvaient, au fil du temps, se répercuter sur les prix des biens de consommation, entraînant une nouvelle hausse de l'inflation dans le secteur des biens industriels non énergétiques. Toutefois, il a également été noté que jusqu'à présent, cette généralisation est restée largement limitée aux prix des biens indirectement liés à l'énergie et de certains biens intermédiaires, et qu'elle est moins vraie pour les prix à la consommation. Reste à voir si l'impact sur les prix des biens intermédiaires se répercutera davantage sur les prix à la consommation ou sur les prix des biens liés à l'IA destinés à l'exportation. Le fait que l'élasticité de la demande à certaines composantes du panier de l'IPCH précédemment considérées comme inélastiques semble avoir augmenté pourrait également être le signe d'effets indirects moins importants du choc sur les prix de l'énergie. Parmi les autres facteurs atténuant les tensions inflationnistes figurent une possible baisse de la demande résultant d'une diminution des revenus réels, d'une incertitude élevée et d'une réduction de la confiance, et un durcissement des conditions financières.

S'agissant de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires, la hausse légère, plus faible que prévu, enregistrée en septembre est entièrement due aux évolutions de la composante produits alimentaires non transformés et très probablement liée aux conditions météorologiques, notamment à la vague de chaleur estivale. La hausse des prix des produits alimentaires transformés s'est encore un peu ralentie, car elle a continué de réagir avec un décalage à la précédente baisse des prix en

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

amont de la chaîne de production. Mais l'effet des hausses plus récentes des prix des matières premières agricoles et les effets indirects des prix de l'énergie commenceront probablement à se matérialiser. Globalement, l'inflation dans le secteur des produits alimentaires devrait augmenter au cours de l'année prochaine par rapport à ses niveaux actuels et les projections relatives à la hausse des prix des produits alimentaires intègrent déjà un impact décalé des hausses des prix de l'énergie et des conditions météorologiques.

Les évolutions des salaires sont restées modérées jusqu'à présent. La rémunération par tête a augmenté de 3,3 % au deuxième trimestre, après 3,6 % au premier trimestre, tandis que la hausse de la productivité a contribué à contenir la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. L'outil prospectif de suivi des salaires de la BCE suggère que la croissance des salaires négociés fluctuera entre 2,5 % et 2,8 % au cours des derniers mois de 2026 et s'établira en moyenne à 2,6 % au cours des trois premiers trimestres de 2027. Même si l'outil de suivi des salaires reste proche de son niveau d'avant le conflit au Moyen-Orient, les accords salariaux récents ne montrant aucune hausse significative, il a été reconnu que les tensions sur les salaires s'accentueraient probablement si l'inflation totale dépassait encore davantage la croissance des salaires. L'ampleur de la transmission dépendra des conditions de la demande et de la compétitivité. La dépréciation de l'euro pourrait renforcer cette dernière, tandis que la concurrence de la Chine et les évolutions liées à l'IA pourraient limiter le pouvoir des entreprises en matière de fixation des prix. Il s'agira d'un point essentiel pour les projections de décembre. Une question a été soulevée concernant le degré d'informations prospectives dans l'outil de suivi des salaires. Il a été noté que l'outil de suivi des salaires est prospectif dans le sens où il fournit des informations sur ce que les entreprises et les travailleurs sont convenus jusqu'à présent concernant les futures hausses de salaire. Jusqu'à présent, il n'y a pas eu de forte augmentation des accords salariaux et l'outil de suivi des salaires se situe désormais à peu près au même niveau qu'avant le début du conflit au Moyen-Orient. Il s'agit de données quantitatives sur ce qui a déjà été convenu pour l'année prochaine et non d'une projection des accords salariaux futurs.

À l'évidence, les négociations salariales qui se dérouleront vers la fin de cette année pourraient être affectées par le taux d'inflation effectif qui prévaudra à ce moment-là, ainsi que par la hausse des prix des produits alimentaires et les préoccupations relatives au coût de la vie. À cet égard, le fait que l'inflation puisse dépasser 4 % et se révéler supérieure à la croissance des salaires (ce qui implique une baisse des salaires réels) est un facteur à prendre en considération. Il a été noté que les anticipations relatives à la croissance des salaires ont été révisées à la hausse dans les enquêtes, telles que l'enquête téléphonique auprès des entreprises, l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, ce qui fournit potentiellement une première indication d'effets de second tour.

Si les anticipations d'inflation à plus court terme ont augmenté, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissent autour de 2 %. Les anticipations d'inflation à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

court terme des prévisionnistes professionnels, des marchés financiers, des entreprises et des consommateurs ont toutes augmenté. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments des marchés financiers dépassent 4 % vers le début de 2027 et ne reviennent pas à 2 % avant 2028. Les anticipations des entreprises relatives aux prix de vente ont augmenté, les anticipations des consommateurs relatives à l'inflation à un an se sont inscrites en légère hausse et l'accentuation de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires pourrait continuer d'avoir un impact. Le mouvement haussier des anticipations d'inflation des consommateurs est considéré comme un signal d'alerte. Plus précisément, les anticipations d'inflation à cinq ans ressortant de l'enquête sur les anticipations des consommateurs se sont déplacées vers le haut au cours des deux dernières années, passant de 2,0 % à 2,5 %. Toutefois, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %.

Globalement, pour l'avenir, certains effets indirects et de second tour du choc sur les prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'IPCH sont inévitables et ont déjà été intégrés aux projections, tandis que leur vigueur et leur calendrier finaux restent incertains. Néanmoins, la baisse de l'inflation dans le secteur de l'énergie, les hausses passées des prix à la consommation qui sortent des calculs du taux de variation annuel et l'augmentation des taux d'intérêt devraient favoriser le retour de l'inflation totale à la cible.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé, globalement, que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, et de façon plus prononcée qu'en septembre, principalement en raison du conflit au Moyen-Orient et de l'évolution récente de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine. Le choc énergétique pourrait encore s'intensifier et ses effets sur les autres prix et les salaires se révéler 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 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. 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 des prix des produits alimentaires plus importante que prévu. 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 liés à la hausse des prix de l'énergie se révélaient moins prononcés qu'anticipé. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques, combinés à des taux d'intérêt à long terme plus élevés, pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

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. Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en septembre, les conditions financières globales se sont durcies en raison d’une réévaluation du risque. Les taux à terme de l’€STR sur la partie courte de la courbe se sont initialement déplacés vers le haut, mais ils ont fléchi après une communication au cours de la période comprise entre les réunions de politique monétaire et la détérioration du sentiment à l’égard du risque, les marchés financiers et les analystes n’anticipant aucune modification des taux lors de la réunion en cours et attachant une forte probabilité à un relèvement lors de la prochaine réunion de politique monétaire en décembre. Les taux à terme corrigés des primes de terme ont ensuite intégré un nouveau relèvement du taux de la facilité de dépôt, à 3,0 % d’ici mi-2027.

Les membres du Conseil ont estimé que les conditions financières se sont durcies, s’écartant des conditions qui prévalaient encore au moment de la réunion de politique monétaire de septembre, principalement en raison d’une correction des prix des actions et d’une hausse des écarts de rendement souverains. D’une part, la forte inflation actuelle et les anticipations d’inflation à court terme élevées ont été perçues comme impliquant des taux d’intérêt réels plus bas sur les échéances plus courtes et une orientation de la politique monétaire plus accommodante que ne le suggèrent les seuls taux nominaux, malgré le durcissement des conditions financières globales. D’autre part, les membres du Conseil ont noté que les rendements souverains à long terme, tant au niveau mondial que dans la zone euro, ont augmenté en raison de la hausse des primes de risque souverain et des primes de terme réelles. Il a été observé que les rendements semblent avoir augmenté au-delà de la transmission des décisions passées en matière de taux d’intérêt et au-delà de ce qui pourrait être expliqué par leur composante estimée de compensation de l’inflation.

Les membres du Conseil ont considéré les facteurs budgétaires, l’incertitude géoéconomique et politique et l’essor des financements liés à l’IA comme des déterminants de la hausse des primes de risque sur les rendements à long terme.

Les membres du Conseil ont évoqué le creusement des écarts de rendement souverains. Même si les conditions de marché n’ont pas été évaluées comme indiquant des conditions désordonnées, les évolutions des rendements souverains dans la zone euro ont constitué un point d’attention en raison de leurs répercussions potentielles sur les conditions de financement au sens large. Celles-ci pourraient être amplifiées par un affaiblissement de la croissance et une nouvelle hausse des coûts d’emprunt.

Les membres du Conseil ont noté que le durcissement des conditions financières provient également d’une baisse de l’appétence pour le risque sur les marchés boursiers, et ont exprimé des inquiétudes quant à une éventuelle correction des marchés boursiers liée à l’IA. Les prix des actions de la zone euro ont augmenté tout au long de l’année, même s’ils ont enregistré des performances inférieures à

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

celles de l'indice S&P 500 aux États-Unis. Compte tenu de l'importance des anticipations de bénéfices liés à l'IA dans la performance des marchés boursiers, les membres du Conseil se sont interrogés sur la durée pendant laquelle les valorisations élevées des actions pourraient se maintenir si les bénéfices attendus et les gains de productivité ne se matérialisent pas. Les intervenants sur les marchés financiers s'inquiètent de plus en plus de savoir si les montants exceptionnels de capital investis généreront des rendements suffisants pour justifier l'ampleur de ces investissements. Les risques associés deviennent de plus en plus apparents, les expositions devenant plus interconnectées. Les structures de financement demeurent opaques, et les rendements attendus des actions reposent sur des hypothèses de recettes très optimistes. Cette situation nécessite de la vigilance quant aux expositions des banques de la zone euro à ces risques.

La question a été posée de savoir comment quantifier l'impact macroéconomique et les effets sur l'orientation de la politique monétaire de la hausse des rendements souverains à long terme et du durcissement des conditions financières depuis le début du conflit au Moyen-Orient. Il est difficile de savoir si ce durcissement est suffisant pour compenser la détérioration des perspectives d'inflation depuis les projections macroéconomiques de septembre. La hausse des rendements pourrait néanmoins contribuer à une réduction de l'inflation et de la croissance par rapport à ces projections.

Les membres du Conseil ont également examiné l'affaiblissement du taux de change de l'euro depuis la réunion de septembre et de l'incidence de cette évolution sur les conditions financières. Au vu des incertitudes entourant l'attribution de pondérations aux différentes composantes des conditions financières, il serait important d'évaluer également la nature économique des déterminants de ces composantes.

S'agissant des conditions de financement des ménages et des entreprises, les membres du Conseil ont observé un durcissement des conditions d'octroi des prêts bancaires et une baisse de la demande de prêts.

Le coût du financement par endettement de marché pour les entreprises a augmenté en août, tandis que les taux débiteurs bancaires pour les entreprises sont restés stables. La croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est ralentie en août et en septembre, tandis que les émissions d'obligations d'entreprises ont continué de croître en septembre. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont durcis au troisième trimestre, les banques ayant fait état de préoccupations relatives aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés. Malgré des besoins de financement plus élevés pour les stocks et les fonds de roulement, la demande de prêts des entreprises a reculé, reflétant principalement la hausse des taux d'intérêt.

Les taux hypothécaires ont augmenté en août, tandis que la croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement ralentie en septembre. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires sont restés inchangés

au troisième trimestre, alors que la demande de prêts hypothécaires a fortement diminué en raison des taux d'intérêt plus élevés.

Le durcissement global des conditions de financement a résulté en particulier des composantes de prix, mais les quantités ont également été affectées en raison de critères d'octroi plus stricts. Il a été observé qu'une demande de prêts plus faible malgré des besoins de financement plus élevés, compte tenu du fait que la hausse des taux débiteurs signalée dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, pourrait indiquer un ajustement plus rapide par rapport à la transmission différée et progressive de la politique monétaire au cours du cycle de resserrement précédent. Ces évolutions pourraient freiner la demande davantage qu'attendu précédemment. Toutefois, malgré la volatilité sur les marchés financiers, les coûts de financement des entreprises et des banques ne se sont pas durcis de manière durable et généralisée. Malgré le ralentissement de la croissance des prêts hypothécaires, la croissance globale des prêts a bien résisté. Certains membres du Conseil ont donc avancé que les taux d'intérêt pouvaient être considérés comme restant non restrictifs aux niveaux actuels. Dans l'ensemble, la hausse des taux débiteurs et le ralentissement de la demande de prêts montrent que la transmission des précédentes hausses des taux d'intérêt se déroule harmonieusement.

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.

Les membres du Conseil sont largement convenus que les perspectives d'inflation se sont détériorées, l'inflation totale ayant augmenté plus que prévu pour s'établir à 3,8 % en septembre, après 3,2 % en août. Cette détérioration intervient dans un contexte de ralentissement de l'activité économique, le conflit au Moyen-Orient et les évolutions récentes de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine ayant poussé les prix de l'énergie à un niveau supérieur à celui figurant dans le scénario de base des projections macroéconomiques de septembre. Cela a encore renforcé les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation, et les risques à la baisse sur les perspectives de croissance.

Les contrats à court terme (front end) sur le pétrole, les prix du gaz et l'indice synthétique des prix des matières premières énergétiques calculé par les services de la BCE ont dépassé les hypothèses

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

relatives aux prix de l'énergie pour la période allant jusqu'à fin 2027 dans le scénario défavorable des projections de septembre, les prix du gaz se situant à leur plus haut niveau depuis 2022.

Le choc énergétique s'est intensifié et s'est propagé, au-delà du pétrole et du gaz, aux produits raffinés et à l'électricité. L'impact des hausses des prix de l'énergie sur les prix à la consommation s'est concentré jusqu'à présent sur les effets directs. Peu de signes indiquent que les hausses des prix de l'énergie se propagent au-delà des composantes énergie dans l'IPCH, mais les tensions en amont se sont généralisées, comme le reflètent les prix à la production, en particulier pour les biens intermédiaires et les biens d'équipement. Les effets indirects sur les prix à la consommation se renforcent et devraient se faire sentir encore plus fortement en 2027.

Pour la période à venir, les évolutions des prix de l'énergie pourraient encore accélérer l'inflation à court terme, ce qui maintiendrait l'inflation totale à un niveau largement supérieur à la cible au cours des prochains trimestres. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait que l'inflation pourrait ne revenir à la cible qu'après 2028.

Il a été noté que les observateurs extérieurs, tels que les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires, tablent désormais également sur un pic de l'inflation totale à un niveau plus élevé au cours des prochains mois, mais que, comme en 2023, de forts effets de base résultant de l'impact du choc sur les prix de l'énergie favoriseront un net ralentissement des chiffres de l'inflation vers la cible dès le second semestre 2027.

Les membres du Conseil s'attendent à ce que la hausse des prix de l'énergie se répercute progressivement sur l'inflation *core* et sur l'inflation sur les prix des produits alimentaires. Les effets indirects s'accumulent et les effets de second tour devraient se faire progressivement sentir à partir de l'année prochaine. Alors que les effets du choc énergétique ne se sont pas encore totalement matérialisés, les salaires n'ont pas affiché de réaction significative au choc sur les prix de l'énergie à ce stade, les conditions encore résilientes sur le marché du travail s'assouplissant, l'activité économique se ralentissant et les risques à la baisse pesant de plus en plus sur les perspectives d'inflation.

Les membres du Conseil sont généralement convenus que les hausses des prix de l'énergie n'ont eu jusqu'à présent aucun effet de second tour significatif sur la fixation des salaires et des prix. Dans l'ensemble, le ralentissement attendu de la hausse des prix de l'énergie, conjugué aux effets du relèvement des taux d'intérêt, devrait soutenir le retour de l'inflation à la cible.

Tous les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation étaient orientés à la hausse par rapport aux projections de référence, l'évolution du conflit au Moyen-Orient et les évolutions récentes de la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine étant les principales sources de risque. Le choc énergétique pourrait encore s'intensifier dans un contexte de possible réescalade du conflit au Moyen-Orient. Un choc plus intensif et plus persistant sur les prix de l'énergie

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

de cet ordre s'apparenterait aux hypothèses relatives aux prix des matières premières dans le scénario sévère des projections établies par les services de la BCE. Les prix du gaz, en particulier, pourraient augmenter si l'offre reste perturbée ou si un hiver exceptionnellement froid coïncide avec de faibles niveaux de stockage. Les contraintes pesant sur les capacités de raffinage pourraient maintenir les prix du carburant à un niveau élevé. L'ampleur et la durée accrues du choc énergétique devraient générer des effets indirects et de second tour plus importants sur la fixation des prix et les négociations salariales, entraîner une hausse des prix des produits alimentaires et de l'inflation *core* plus forte qu'attendu auparavant, et alimenter une accélération de l'inflation tout en freinant la croissance. Un regain de 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. Les phénomènes météorologiques extrêmes, qui pourraient être aggravés par une intensification des conditions El Niño, et plus généralement, les crises climatiques et naturelles en cours, pourraient entraîner une hausse des prix des produits alimentaires plus importante que prévu.

À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les conflits géopolitiques en cours étaient durablement résolus ou si les effets indirects ou de second tour liés à la hausse des prix de l'énergie se révélaient moins prononcés qu'anticipé. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques, combinés à des taux d'intérêt à long terme plus élevés, pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation. Une détérioration générale du sentiment sur les marchés financiers déclenchée par une réévaluation des valorisations des actions liées à l'IA et du risque de crédit pourrait se propager plus largement aux marchés de la dette privée et publique, durcissant les conditions de crédit et ralentissant la croissance et l'inflation. Le durcissement des conditions de financement signalé dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire et dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement suggère également que des risques à la baisse pèsent sur une croissance régulière mais modérée. Les effets de second tour intégrés dans les projections pourraient ne pas se matérialiser, en raison des pressions compensatoires exercées sur les salaires par l'affaiblissement de l'activité économique et de l'emploi. L'impact qui se profile de l'IA sur l'emploi et la productivité pourrait peser distinctement sur les évolutions des salaires. En outre, le choc sur l'offre d'énergie et l'incertitude économique qui y est associée ont également réduit la demande par le biais de leur impact sur le revenu disponible réel. Cet impact est très incertain mais pourrait être important.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil ont estimé que les indicateurs sont restés globalement stables, même si des pressions haussières sont observées en amont de la chaîne des prix. Les tensions sur les salaires demeurent modérées. La croissance de la rémunération par tête s'est ralentie et la hausse de la productivité a contribué à contenir la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Même si les salaires n'ont pas encore réagi au choc sur les prix de l'énergie, le pic attendu de l'inflation autour de la barre des 4 % pourrait bien affecter les négociations salariales au début de l'année à venir, ce qui pourrait déclencher des effets de second tour, dans une

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

plus large mesure que ce qu'intègrent les projections. Dans le même temps, l'outil prospectif de suivi des salaires a suggéré que la croissance des salaires négociés fluctuerait entre 2,5 % et 2,8 % au cours des derniers mois de 2026, et se situerait à 2,6 % en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2027. Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes ont augmenté. Cette hausse a été plus visible pour les ménages, comme le montre l'enquête sur les anticipations des consommateurs, que pour les entreprises, comme le montre l'enquête sur l'accès des entreprises au financement. Les anticipations d'inflation à court terme ont également augmenté dans l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et l'enquête auprès des analystes monétaires. Néanmoins, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à moyen et long terme sont fermement ancrées autour de 2 %, soutenant la stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Même si les indicateurs de l'inflation sous-jacente n'indiquent pas de généralisation des tensions sous-jacentes, l'inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires était projetée comme supérieure à 2 % dans les projections de septembre, les données d'inflation les plus récentes suggérant que le risque d'un dépassement s'est aggravé. L'expérience tirée de la forte hausse de l'inflation liée à la pandémie suggère qu'un choc d'une ampleur et d'une durée telles que le choc actuel pourrait, à terme, se répercuter sur l'inflation sous-jacente. Cet effet se reflétait déjà dans les projections de septembre, qui prévoyaient que l'inflation *core* resterait supérieure à la cible sur l'ensemble de l'horizon de projection. Les évolutions récentes pourraient continuer de pousser les indicateurs de l'inflation *core* au-dessus de 2 %. De premiers signes d'accentuation des tensions sont visibles dans certaines mesures de l'inflation sous-jacente, y compris la PCCI. Toutefois, les membres du Conseil ont observé que jusqu'à présent, les effets de second tour ne se sont pas matérialisés et que l'inflation sous-jacente est restée globalement stable.

Enfin, la transmission de la politique monétaire est harmonieuse. Les conditions financières se sont durcies depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, en septembre. Les conditions des crédits aux ménages et aux entreprises se sont également durcies. Ces évolutions ont freiné la demande et l'inflation, soutenant ainsi l'orientation de politique monétaire souhaitée.

Plusieurs membres du Conseil ont estimé que les conditions de financement se sont durcies en raison de l'augmentation des primes de risque et des écarts de rendement souverains, ainsi que d'une revalorisation des actions. Dans le même temps, le léger assouplissement des composantes sans risque de la courbe des rendements et des anticipations relatives aux taux directeurs à court terme, ainsi que la dépréciation de l'euro depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, ont été considérés comme compensant dans une certaine mesure le durcissement des conditions financières. Compte tenu de l'incertitude élevée, le durcissement observé des conditions financières devrait persister, pesant sur la demande et, *in fine*, sur l'inflation.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire, les conditions de crédit pour les ménages et les entreprises se sont durcies au troisième trimestre en raison d'un durcissement des critères d'octroi et d'une baisse de la demande de prêts. La demande de prêts hypothécaires a fortement diminué en raison de la hausse des taux d'intérêt. Le durcissement des critères d'octroi des prêts aux entreprises reflète les préoccupations relatives aux risques économiques auxquels elles sont confrontées. Malgré des besoins de financement plus élevés pour les stocks et les fonds de roulement, la demande de prêts des entreprises a reculé, principalement en raison de la hausse des taux d'intérêt. Les membres du Conseil ont observé que le durcissement des critères d'octroi de crédit reflété dans l'enquête sur la distribution du crédit bancaire devait être accueilli favorablement dans le cadre de la transmission de la politique monétaire et être considéré comme contribuant à faire baisser l'inflation. Les précédentes hausses des taux d'intérêt continuent de produire leurs effets sur le système, et la hausse des rendements obligataires freine la demande et l'impact des prix de l'énergie sur l'inflation.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. L'incertitude demeure élevée et l'incidence inflationniste du choc énergétique ne s'est pas encore totalement matérialisée. À la suite des relèvements des taux d'intérêt directeurs de la BCE en juin et en septembre, intervenus au bon moment et de manière appropriée, laisser les taux inchangés lors de la présente réunion permettrait au Conseil des gouverneurs de rester en bonne position pour faire face au niveau actuel d'incertitude élevée provoquée par le choc sur les prix de l'énergie.

Les données disponibles plaident en faveur d'une pause dans les relèvements des taux lors de la présente réunion. L'inflation sous-jacente est restée globalement stable jusqu'à présent, et rien n'indique pour l'instant d'effets de second tour, les salaires n'ayant pas réagi de manière significative à ce stade. Les conditions économiques et financières ont été jugées très incertaines et donc difficiles, les risques étant orientés dans des directions opposées pour la croissance et l'inflation. En outre, malgré les risques à la hausse pesant sur l'inflation, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées, autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme. Les conditions de financement se sont durcies depuis la dernière réunion, ce qui devrait peser sur l'inflation et la croissance. Il a été avancé que davantage de données et de projections étaient nécessaires pour confirmer qu'un nouveau resserrement était approprié.

Même si la direction à suivre est claire, il reste nécessaire d'apporter une réponse mesurée à la hausse de l'inflation, principalement tirée par l'offre d'énergie. Le choc énergétique continue de se faire sentir, poussant l'inflation totale au-dessus de la cible, selon une trajectoire plus élevée que

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

prévu précédemment. En outre, son intensification et sa persistance, ainsi que ses répercussions sous forme d'effets indirects et de second tour, risquent d'alimenter l'inflation et d'affaiblir la croissance.

Un grand nombre de membres du Conseil ont noté qu'ils auraient pu soutenir le relèvement des taux d'intérêt lors de la présente réunion, les données disponibles depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de septembre ayant confirmé la nécessité d'un nouveau resserrement de la politique monétaire. Ces membres ont souligné qu'une nouvelle augmentation des taux était justifiée compte tenu de la détérioration des perspectives d'inflation, tout en reconnaissant le niveau d'incertitude élevé, l'impact de la hausse des rendements sur les conditions financières et le peu de données indiquant jusqu'à présent des effets de second tour. Les prix de l'énergie ont dépassé les niveaux observés dans le scénario défavorable et la hausse des prix de l'énergie se généralise et devient plus persistante. Les perspectives d'inflation totale pourraient se rapprocher, voire dépasser, celles incluses dans le scénario défavorable. Par conséquent, une orientation plus restrictive que prévu dans le scénario de base des projections de septembre serait justifiée. Étant donné qu'un nouveau relèvement des taux d'intérêt est nécessaire, à moins que les perspectives d'inflation ne s'améliorent significativement, la seule question qui s'est posée a été celle du calendrier.

Selon ces membres, l'intérêt d'attendre paraissait relativement limité, car une résolution durable du conflit au Moyen-Orient est devenue moins probable. La direction à suivre est suffisamment claire pour ne pas avoir à attendre des informations complémentaires ou les projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème. Même si le durcissement des conditions financières a dû être pris en compte dans le calibrage de la décision de politique monétaire, le durcissement observé jusqu'à présent n'a pas suffi à ramener l'inflation à sa cible, compte tenu de l'ampleur et de la persistance du choc d'inflation. Les membres du Conseil ont également rappelé que le taux de la facilité de dépôt reste, à 2,50 %, dans la fourchette d'estimations ponctuelles des taux neutres fournies par les services de la BCE, ce qui suggère que les taux d'intérêt ne freinent pas l'économie. Un relèvement lors de la présente réunion ne ferait qu'anticiper le resserrement nécessaire de la politique monétaire.

Ces membres ont davantage mis l'accent sur les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation. Dans un environnement de croissance économique toujours résiliente, le choc plus persistant sur les prix de l'énergie a accru le risque d'effets indirects et de second tour. Une réponse de politique monétaire différée pourrait retarder le retour de l'inflation à 2 %, impacter les anticipations d'inflation de manière plus durable et nécessiter un resserrement encore plus important par la suite, affectant à la fois les ménages et les entreprises. Il a été avancé que, même si les effets de second tour ne s'étaient pas encore matérialisés, la politique monétaire devait agir pour les prévenir.

Malgré ces préoccupations, tous les membres du Conseil, y compris ceux qui estimaient qu'il y avait lieu d'agir lors de la présente réunion, ont soutenu la décision de maintenir les taux directeurs

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

inchangés, à condition que la communication souligne l'engagement ferme du Conseil des gouverneurs à mener une politique monétaire visant à garantir la stabilisation de l'inflation à sa cible de 2 % à moyen terme, et qu'elle indique clairement, sans s'engager à l'avance sur une hausse des taux, que la direction à suivre était claire, à moins d'une amélioration significative des perspectives d'inflation.

Compte tenu du choc sur les prix de l'énergie qui entraîne une évolution en sens opposé de l'inflation et de la production, les membres du Conseil ont soutenu le maintien d'une réponse mesurée de politique monétaire, tout en notant qu'un nouveau resserrement serait probablement nécessaire. Une combinaison de facteurs et de chocs a créé un environnement de plus en plus complexe avec des arbitrages plus difficiles pour la politique monétaire. Ces facteurs comprennent : la correction en cours du sentiment sur les marchés financiers et le durcissement des conditions financières, qui résultaient en partie de facteurs mondiaux sans lien avec la zone euro, le renforcement du caractère d'offre du choc sur les prix de l'énergie, et le constat que, compte tenu des risques à la baisse pesant sur la croissance, les effets indirects et de second tour provenant du choc sur les prix de l'énergie ne se matérialisent que progressivement, et la perspective que cette évolution se poursuive, laissant une marge pour faire preuve de patience. Le resserrement futur de la politique monétaire est déjà intégré par les marchés, permettant maintenant d'adopter une approche progressive. Bien qu'il ait été jugé raisonnable de se tenir prêt à changer de vitesse en cas de données suffisamment convaincantes, conformément à l'approche réunion par réunion, les données disponibles n'étaient pas suffisamment probantes pour justifier de passer d'une réponse mesurée à une réponse plus vigoureuse. Cette approche prudente consistant à agir à un rythme mesuré en période d'incertitude a été très utile au Conseil des gouverneurs jusqu'à présent. L'approche s'appuyant sur les données implique qu'il serait judicieux de fonder les décisions sur un ensemble plus large de données, y compris les projections, plutôt que sur des points de données uniques. Maintenir la cohérence des mesures avec l'ensemble des critères de la fonction de réaction est la meilleure approche pour préserver la crédibilité. Dans l'ensemble, la complexité des arbitrages et une forte incertitude ont justifié un rythme mesuré. Il a été avancé que, compte tenu du durcissement marqué des conditions financières, le coût d'un resserrement excessif l'emportait sur les avantages d'agir avant de disposer de plus d'informations sur l'impact du choc énergétique.

Étant donné qu'un nouveau resserrement dépendait des données, il était nécessaire d'attendre de disposer de données supplémentaires avant d'envisager de nouvelles mesures. L'accélération de la hausse des prix des biens et la nouvelle envolée des prix de l'énergie sont relativement récentes et ont amplifié les incertitudes, nécessitant du temps pour évaluer leur impact. Des données supplémentaires sont nécessaires pour évaluer la vigueur des effets indirects et l'impact du durcissement des conditions de financement. De nouvelles projections établies par les services de l'Eurosystème seront disponibles en décembre, y compris une projection pour 2029. Des informations supplémentaires seront également disponibles concernant les négociations salariales, les chiffres du

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

PIB pour le troisième trimestre et deux nouvelles publications relatives à l'inflation. Ce gisement d'informations permettra au Conseil des gouverneurs de mieux comprendre si le choc énergétique s'intègre dans la fixation des salaires et des prix. Les membres du Conseil ont également souligné que, compte tenu des arbitrages complexes générés par le choc sur l'offre d'énergie, le fait de reporter toute action jusqu'à ce que davantage d'informations soient disponibles est cohérent avec un comportement rationnel, comme l'intègrent aussi actuellement les marchés.

Les membres du Conseil ont examiné la question de savoir si les décisions effectives de politique monétaire et les anticipations des marchés à leur égard pourraient devenir excessivement liées aux réunions lorsque les projections sont disponibles. Il serait inapproprié de laisser entendre que les modifications des taux d'intérêt n'interviennent que lors des réunions au cours desquelles de nouvelles projections sont présentées. À l'heure actuelle, lier le calendrier d'une hausse des taux d'intérêt à la disponibilité des projections irait également à l'encontre du fait que celles-ci sont d'une moindre importance qu'auparavant, lorsque l'incertitude était plus faible. Là encore, il a été souligné que, dans les circonstances actuelles, le fait de procéder à un rythme mesuré ne porte pas sur la disponibilité des projections, mais sur le rythme d'ajustement des taux d'intérêt jugé approprié.

Dans l'ensemble, il a été reconnu qu'attendre et réévaluer la situation en décembre représentait une décision raisonnable.

Dans ce contexte, il a été avancé que la communication devra préciser que le Conseil des gouverneurs a pris ses décisions de politique monétaire indépendamment des anticipations des marchés, que ces décisions n'ont pas été prises uniquement lors des réunions au cours desquelles de nouvelles projections sont présentées, et que l'approche réunion par réunion s'applique à toutes les réunions.

Les membres du Conseil ont réaffirmé l'importance de faire part de leur engagement à faire le nécessaire pour ramener l'inflation à la cible en temps utile. 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 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.

Dans ce contexte, la communication devrait souligner que la décision actuelle représente un ajustement mesuré des taux directeurs à ce stade, ce qui n'implique rien quant à leur trajectoire future. Dans le même temps, il est essentiel de faire preuve de vigilance. Par conséquent, il est important de faire savoir que le Conseil des gouverneurs 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.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

Les membres du Conseil ont souligné la nécessité de communiquer sur le fait que les perspectives d'inflation se sont encore détériorées, que les risques sont orientés à la hausse pour l'inflation et à la baisse pour la croissance, et que le Conseil des gouverneurs suivra de près l'intensité et la durée du choc ainsi que l'apparition d'effets indirects et de second tour. La communication devra expliquer que l'économie de la zone euro est confrontée à de multiples chocs concomitants. Si les tensions à la hausse sur l'inflation résultant des prix de l'énergie se sont accrues, des forces de rééquilibrage sont également apparues, notamment des risques à la baisse pesant sur la croissance en raison du durcissement des conditions de financement. Le Conseil des gouverneurs n'est pas satisfait de la trajectoire d'inflation qui s'éloigne davantage de la cible, ce qui pourrait nécessiter un nouveau resserrement de la politique monétaire – même si le Conseil des gouverneurs ne s'y engage pas à l'avance.

Conformément à l'approche s'appuyant sur les données, la communication doit soutenir les anticipations existantes relatives aux taux directeurs en indiquant qu'un nouveau relèvement des taux sera probablement nécessaire à moins que les perspectives d'inflation ne s'améliorent significativement. En guidant les anticipations relatives à la politique monétaire lors de la réunion de décembre, il est important de faire savoir que le Conseil des gouverneurs conserve son optionalité, tout en réaffirmant sa détermination à maintenir la stabilité des prix. La communication devra souligner que la pause observée lors de la présente réunion ne reflète pas une moindre inquiétude quant aux perspectives d'inflation et que, en réalité, la persistance et la généralisation du choc accroissent les risques d'effets indirects et de second tour plus importants qui nécessiteraient probablement un nouveau resserrement. 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. La vigilance est justifiée compte tenu des risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation et du risque qu'une inflation durablement supérieure à la cible ne s'ancre dans les anticipations, en particulier après la forte hausse de l'inflation en 2021-2022. Dans le même temps, la prudence est également de mise compte tenu de la forte incertitude.

La communication devra souligner qu'une croissance potentielle plus élevée nécessite des réformes structurelles et doit être soutenue par des finances publiques saines, et que la soutenabilité budgétaire est un point d'ancrage essentiel pour la stabilité économique au sens large. Pour contribuer à la soutenabilité des finances publiques, les mesures budgétaires prises face au choc énergétique devraient rester temporaires, ciblées et adaptées.

Dans l'ensemble, la communication soulignera l'engagement du Conseil des gouverneurs à mener une politique monétaire assurant la stabilisation de l'inflation au niveau de son objectif de 2 % à moyen terme. Les relèvements de taux de juin et de septembre ont permis au Conseil des gouverneurs de rester en bonne position pour faire face à l'incertitude élevée actuelle et de recueillir plus d'informations sur la manière dont l'économie réagit aux chocs. Le Conseil des gouverneurs ne

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

s’engage pas à l’avance sur une trajectoire de taux d’intérêt particulière. Il se tient 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 29 octobre 2026

Conférence de presse

Décisions de politique monétaire

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 28-29 octobre 2026

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. Vujčić, vice-président

M. Cipollone

M. Demarco*

M. Dolenc

M. Elderson

M. Escrivá

M. Kaasik

M. Kazāks*

M. Kažimír

M. Kocher*

M. Lane

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

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

M. Kisselevsky, Observateur

M. Brand, chef de section, 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. Dewachter

M. Koukoularides

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.

M. López

M. Lünnemann

M. Madouros

Mme Mauderer

M. Meichenitsch

M. Nicoletti Altimari

M. Paredes

M. Randveer

Mme Raposo

M. Rutkaste

Mme Schembri

Mme Tamoševičienė

M. Tavlas

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 21 janvier 2027.

Traduction : Banque de France

En cas de question, la version anglaise fait foi.