



## Réunion des 3, 4 et 5 juin 2025

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mardi 3, le mercredi 4 et le jeudi 5 juin 2025

### 3 juillet 2025

## 1. Examen des évolutions financières, économiques et monétaires et des options possibles de politique monétaire

### Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a commencé sa présentation en indiquant que le narratif sur les marchés financiers restait instable. Depuis janvier 2025, le sentiment des marchés a fluctué entre une confiance élevée dans l'exceptionnalisme américain et les anticipations d'une récession mondiale qui prévalaient au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 16 et 17 avril, avant un retour à l'optimisme des investisseurs. Ces évolutions se sont reflétées dans de fortes fluctuations des marchés d'actifs de la zone euro, qui se sont désormais largement redressés après le choc déclenché par l'annonce de droits de douane faite par les États-Unis le 2 avril. Dans ce contexte, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement augmenté sur les différentes échéances depuis la précédente réunion de politique monétaire. La trajectoire de l'inflation intégrée dans les prix est actuellement proche de 2 % à moyen terme, avec un fléchissement temporaire au-dessous de 2 % prévu pour début 2026, principalement en raison d'effets de base liés à l'énergie. Néanmoins, les anticipations relatives à la politique monétaire de la BCE ne se sont pas redressées et restent proches des niveaux observés immédiatement après le 2 avril.

La volatilité des marchés financiers a rapidement baissé après le pic enregistré début avril.

La volatilité des marchés d'actions a fortement augmenté dans la zone euro et aux États-Unis en

réaction à l'annonce relative aux droits de douane faite par les États-Unis le 2 avril, atteignant des niveaux observés pour la dernière fois au moment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022 et du choc de la pandémie de COVID-19 en 2020. Toutefois, comparativement à ces chocs, la volatilité a diminué nettement plus vite, renouant avec ses niveaux moyens post-pandémiques.

La baisse de la volatilité s'est reflétée dans un rebond marqué des prix des actifs sur l'ensemble des compartiments de marché. Dans la zone euro, les actifs risqués se sont largement redressés après les lourdes pertes subies à la suite de l'annonce du 2 avril relative aux droits de douane. À l'inverse, certains compartiments de marché américains, notamment le dollar et les bons du Trésor, n'ont pas complètement effacé leurs pertes. Les hausses de prix les plus fortes ont été observées pour le bitcoin et l'or.

Deux principaux facteurs sont à l'origine du redressement des marchés d'actifs risqués de la zone euro et de la surperformance des actifs de la zone euro par rapport aux actifs américains. Le premier facteur tient à la réévaluation des perspectives macroéconomiques à court terme pour la zone euro depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les données macroéconomiques pour la zone euro comme pour les États-Unis ont récemment surpris à la hausse, démentant la perspective d'une récession menaçant les deux régions. Les prévisions de *Consensus Economics* relatives à la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2025, qui avaient été révisées à la baisse après l'annonce de droits de douane en avril, ont progressivement été révisées de nouveau à la hausse, l'impact économique potentiel des droits de douane étant actuellement jugé moins sévère que ce qui avait initialement été intégré dans les prix. Les anticipations de croissance pour 2026 demeurent nettement supérieures aux prévisions de 2025. En revanche, les anticipations relatives à la croissance aux États-Unis pour 2025 et 2026 ont été bien plus fortement révisées à la baisse, ce qui suggère que la croissance économique aux États-Unis serait plus durement touchée par les droits de douane que la croissance dans la zone euro.

Le second facteur qui a soutenu les prix des actifs de la zone euro ces derniers mois relève d'une préférence croissante des investisseurs mondiaux pour une diversification internationale plus large au détriment des États-Unis. Les données provenant des fonds d'actions suggèrent que la zone euro tire profit du rééquilibrage des portefeuilles internationaux des investisseurs mondiaux.

L'attractivité croissante des actifs libellés en euros sur l'ensemble des compartiments de marché s'est reflétée dans les récentes évolutions du taux de change. Depuis le choc sur les droits de douane d'avril, le taux de change EUR/USD s'est découplé des différentiels de taux d'intérêt, en partie en raison d'une modification du comportement en matière de couverture. Historiquement, l'euro se déprécie vis-à-vis du dollar lorsque la volatilité sur les marchés des changes s'accroît. Ces trois derniers mois, toutefois, il s'est apprécié vis-à-vis du dollar lorsque la volatilité s'est accentuée, suggérant que l'euro, plutôt que le dollar, a récemment servi de valeur refuge.

La surperformance des marchés de la zone euro par rapport aux autres économies ressort le plus clairement des prix des actions. Les actions de la zone euro ont continué d'afficher des performances supérieures non seulement à celles des actions des États-Unis, mais aussi par rapport aux indices boursiers d'autres grandes économies, notamment le Royaume-Uni, la Suisse et le Japon. L'indice DAX allemand a tiré le redressement de la zone euro et dépassé les niveaux antérieurs aux annonces relatives aux droits de douane pour atteindre un nouveau record, sous l'effet des anticipations d'un renforcement de la dynamique de croissance après l'annonce de mesures budgétaires par l'Allemagne en mars. S'agissant des facteurs à l'origine des évolutions des marchés d'actions de la zone euro, une divergence a pu être observée entre les anticipations de croissance des bénéficiaires à court et à long terme. Alors que pour les 12 prochains mois, les prévisions de croissance des bénéficiaires des entreprises de la zone euro ont été révisées à la baisse depuis l'annonce relative aux droits de douane, pour les trois à cinq prochaines années, les analystes continuent de réviser à la hausse les prévisions de croissance des bénéficiaires. Cela pourrait s'expliquer par la combinaison d'un effet modérateur à court terme exercé par les droits de douane et d'une impulsion positive à long terme liée à la politique budgétaire.

Le redressement du sentiment à l'égard du risque s'est également manifesté sur les marchés des obligations d'entreprises. Les écarts de rendement des obligations des sociétés non financières de la zone euro à rendement élevé (*high-yielding*) ont largement inversé le pic déclenché par l'annonce de droits de douane faite en avril. Cela suggère que l'incertitude accrue en matière de politiques commerciales n'a pas eu d'impact durable sur les conditions de financement des entreprises de la zone euro. Malgré des coûts de financement comparables des deux côtés de l'Atlantique, lorsque l'on prend en compte les coûts de couverture du risque de change, les entreprises américaines se tournent de plus en plus vers le financement en euros, ce qui souligne l'attractivité croissante de cette monnaie.

La capacité de résistance des marchés d'obligations d'État de la zone euro a été remarquable. L'écart de rendement entre les obligations souveraines de la zone euro et les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) s'est resserré sensiblement depuis l'annonce relative aux droits de douane en avril.

Historiquement, pendant les périodes d'aversion au risque, les écarts de rendement des *swaps* sur actifs des administrations publiques de la zone euro pondérés du PIB ont tendance à s'élargir. Toutefois, pendant la dernière période d'aversion au risque, la réaction de la courbe des rendements souverains de la zone euro pondérés du PIB ressemblait à celle du Bund allemand, la valeur refuge traditionnelle.

Une décomposition des taux OIS de la zone euro et des États-Unis montre que, aux États-Unis, la hausse des taux OIS à long terme est imputable à une forte augmentation des primes de terme, tandis que les anticipations de réductions des taux directeurs se sont inscrites en baisse. Dans la zone euro, la diminution des taux OIS à deux ans s'explique entièrement par les anticipations d'une baisse des taux directeurs, alors que pour les taux à long terme, la prime de terme a aussi légèrement

diminué. Par conséquent, la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire ne constitue pas le principal facteur à l'origine de la dynamique divergente des taux d'intérêt de part et d'autre de l'Atlantique. Le déterminant-cléf a plutôt été une divergence des primes de terme.

Les évolutions récentes sur les marchés ont eu des implications sur les conditions financières globales. Malgré l'effet de durcissement lié au renforcement du taux de change de l'euro, les indices relatifs aux conditions financières se sont redressés pour s'établir au-dessus de leurs niveaux d'avant avril. La diminution des taux d'intérêt réels sans risque de la zone euro sur l'ensemble de la courbe des rendements a abaissé les rendements réels au-dessous du niveau qui prévalait au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

La compensation de l'inflation s'est inscrite en légère hausse dans la zone euro depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. La compensation de l'inflation à un an dans deux ans, hors tabac, s'établit actuellement à 1,8 %, soit seulement légèrement sous la cible d'inflation de 2 % lorsque l'on prend en compte le tabac. À plus long terme, la compensation de l'inflation à cinq ans dans cinq ans demeure bien ancrée autour de 2 %. Le fait que la compensation de l'inflation à court terme reste inférieure aux niveaux observés début 2025 peut être attribuée en grande partie à la forte baisse des prix du pétrole.

En dépit de l'assouplissement notable des conditions financières, de l'atténuation de la volatilité sur les marchés financiers, du redressement des anticipations d'inflation et de surprises macroéconomiques positives, les anticipations des investisseurs quant à la politique monétaire de la BCE sont restées globalement inchangées. Une réduction de 25 points de base a été totalement intégrée dans les prix pour la présente réunion, et une autre baisse de taux a été intégrée dans les prix pour la fin de l'année, avec une incertitude résiduelle sur le calendrier. Par conséquent, les anticipations relatives aux taux de la BCE se sont révélées relativement insensibles au redressement des autres compartiments de marché.

## Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a commencé par noter que l'inflation totale était revenue à 1,9 % en mai, après 2,2 % en avril. La variation des prix de l'énergie est restée inchangée à - 3,6 % en mai. La hausse des prix des produits alimentaires est ressortie à 3,3 %, après 3,0 %, tandis que la hausse des prix des biens est restée stable à 0,6 % en mai et que la hausse des prix des services est revenue à 3,2 % en mai, après 4,0 % en avril.

La plupart des mesures de l'inflation sous-jacente suggèrent qu'à moyen terme, l'inflation se stabilisera durablement autour de la cible de 2 %, en partie sous l'effet de la poursuite de la modération de la croissance des salaires. Le taux de croissance annuel des salaires négociés est revenu à 2,4 % au premier trimestre 2025 après 4,1 % au quatrième trimestre 2024. Les outils

prospectifs de suivi des salaires continuent d'indiquer un fléchissement de la croissance des salaires négociés. Les projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro prévoient un ralentissement du taux de croissance annuel de la rémunération par tête, de 4,5 % en 2024 à 3,2 % en 2025, et à 2,8 % en 2026 et 2027. L'enquête sur les anticipations des consommateurs signale également une modération des tensions sur les salaires.

Les perspectives à court terme de l'inflation totale ont été révisées à la baisse, en raison d'une diminution des prix de l'énergie et d'un euro plus fort. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché confirment également cette révision. L'euro s'est fortement apprécié depuis début mars, mais a peu évolué au cours des dernières semaines. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs d'avril, l'euro s'est légèrement renforcé vis-à-vis du dollar (+ 0,6 %) et s'est déprécié en termes effectifs nominaux (- 0,7 %). Par rapport aux projections de mars, les prix du pétrole et les contrats à terme sur le pétrole ont fortement diminué. Avec l'appréciation de l'euro, la baisse des prix du pétrole en euros est devenue encore plus prononcée qu'en dollars. Les prix du gaz et les contrats à terme sur le gaz se sont également établis à des niveaux nettement plus bas qu'au moment des projections de mars.

D'après le scénario de référence des projections de juin, l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), devrait ressortir en moyenne à 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Par rapport aux projections de mars, l'inflation a été révisée à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2025 et 2026, et est restée inchangée pour 2027. L'inflation totale devrait rester inférieure à la cible pendant encore un an et demi. Les révisions à la baisse reflètent principalement des hypothèses relatives aux prix de l'énergie plus faibles, ainsi qu'un euro plus fort. La hausse de l'inflation prévue en 2027 intègre un effet haussier temporaire anticipé résultant des mesures budgétaires liées au climat, à savoir le nouveau système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-2). Dans les projections de référence de juin, l'inflation *core* (inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires) s'établit en moyenne à 2,4 % en 2025 et 1,9 % en 2026 comme en 2027. Les résultats de la dernière enquête auprès des analystes monétaires sont globalement en ligne avec les projections de juin pour l'inflation totale en 2025 et 2027, mais indiquent un résultat nettement moins inférieur à la cible en 2026. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme restent autour de la cible de 2 %, ce qui confirme l'hypothèse d'un retour durable de l'inflation au niveau de la cible. Dans le même temps, les marchés intégraient dans leur prix une phase prolongée d'inflation inférieure à la cible, le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans deux ans et le taux à un an dans trois ans s'établissant en moyenne à 1,8 %.

L'anticipation des importations en prévision d'une hausse des droits de douane a contribué à une croissance du commerce mondial plus forte que prévu au premier trimestre de l'année. Toutefois, les données à haute fréquence indiquent un ralentissement prononcé des échanges commerciaux en mai. Hors zone euro, la croissance du PIB mondial s'est modérée, à 0,7 % au premier trimestre, après 1,1 % au quatrième trimestre 2024. L'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production manufacturière mondiale continue de faire état d'une stagnation, ressortant à 49,6 en mai après 50,0

en avril. L'indice PMI prospectif relatif aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier est demeuré inférieur au seuil neutre de 50. Par rapport aux projections de mars, la demande extérieure adressée à la zone euro a été revue à la baisse, de 0,4 point de pourcentage pour 2025 et de 1,4 point de pourcentage pour 2026. Sa croissance devrait revenir à 2,8 % en 2025 et 1,7 % en 2026, avant de se redresser à 3,1 % en 2027.

Tandis que la dernière estimation rapide d'Eurostat suggère que la croissance économique de la zone euro s'est établie à 0,3 % au premier trimestre, une agrégation des données par pays disponibles indique un taux de croissance de 0,4 %. La demande intérieure, les exportations et les stocks devraient tous trois avoir apporté une contribution positive au résultat du premier trimestre. L'activité économique devrait avoir tiré profit de l'anticipation des importations en prévision des frictions commerciales. Cette conclusion est étayée par des éléments ponctuels tirés du dernier Dialogue avec le secteur des entreprises non financières (*Non-Financial Business Sector Dialogue*) qui s'est tenu en mai et par une croissance particulièrement robuste des exportations et de la production industrielle dans certains pays de la zone euro en mars. Du côté de l'offre, la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier semble avoir davantage contribué à la croissance du PIB que les services pour la première fois depuis le quatrième trimestre 2023.

Les données tirées d'enquêtes indiquent une croissance plus faible dans la zone euro au deuxième trimestre, dans un contexte d'incertitude élevée. Cette incertitude pèse également sur la confiance des consommateurs : en avril, l'indicateur de la confiance mesuré dans l'enquête sur les anticipations des consommateurs est tombé à son plus bas niveau depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, principalement en raison d'une plus grande réactivité des ménages plus aisés face à l'évolution des conditions économiques. Un indicateur du taux d'épargne tiré de la même enquête a également augmenté en termes annuels pour la première fois depuis octobre 2023, reflétant probablement une tendance à l'épargne de précaution.

Le marché du travail demeure robuste. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, l'emploi a augmenté de 0,3 % au premier trimestre 2025, après 0,1 % au quatrième trimestre 2024. Le taux de chômage est resté globalement inchangé depuis octobre 2024 et s'est établi à un point bas historique de 6,2 % en avril. Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre a continué à se modérer progressivement, comme le montrent la baisse du taux de vacance d'emploi et l'atonie des indices PMI relatifs à l'emploi. Les perceptions des travailleurs concernant le marché du travail et la probabilité de trouver un emploi se sont également dégradées, d'après la dernière enquête sur les anticipations des consommateurs.

Les tensions commerciales et l'incertitude élevée ont assombri les perspectives pour l'économie de la zone euro. Une plus forte incertitude devrait peser sur l'investissement. La hausse des droits de douane et la récente appréciation de l'euro devraient peser sur les exportations.

Malgré ces vents contraires, les conditions d'un renforcement progressif de l'économie de la zone euro restent réunies. Plus particulièrement, la vigueur du marché du travail, la hausse des salaires

réels, la solidité des bilans du secteur privé et des conditions de financement moins restrictives à la suite des baisses de taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs dans le passé devraient aider l'économie à résister aux conséquences d'un environnement mondial volatil. De plus, un rebond de la demande extérieure plus tardif sur l'horizon de projection et les mesures de soutien budgétaire annoncées récemment devraient stimuler la croissance à moyen terme. Selon les projections de juin, le déficit budgétaire devrait désormais s'établir à 3,1 % en 2025, 3,4 % en 2026 et 3,5 % en 2027.

La trajectoire plus élevée du déficit résulte principalement du paquet budgétaire supplémentaire lié à l'augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures en Allemagne.

Les projections de juin tablent sur une croissance annuelle moyenne du PIB en volume de 0,9 % en 2025, 1,1 % en 2026 et 1,3 % en 2027. Par rapport aux projections de mars, les perspectives de croissance du PIB restent inchangées pour 2025 et 2027 et ont été révisées à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2026. La projection de croissance non révisée pour 2025 reflète la conjonction d'un premier trimestre plus robuste qu'attendu et de perspectives plus faibles pour le reste de l'année.

Dans le contexte actuel d'incertitude élevée, les services de l'Eurosystème ont également évalué la manière dont différentes politiques commerciales, et le niveau d'incertitude qui les entoure, pourraient influencer la croissance et l'inflation dans plusieurs scénarios alternatifs illustratifs, qui sont publiés conjointement aux projections macroéconomiques sur le site internet de la BCE. Si les tensions commerciales venaient à s'intensifier au cours des prochains mois, les services de l'Eurosystème s'attendent à ce que la croissance et l'inflation reviennent en dessous de leurs projections de base. À l'inverse, si un terme favorable est mis aux tensions commerciales, la croissance et, dans une moindre mesure, l'inflation seraient plus élevées que dans les projections de base.

S'agissant des conditions monétaires et financières, les taux d'intérêt sans risque sont restés globalement inchangés depuis la réunion d'avril. Les prix des actions ont augmenté et les *spreads* des obligations d'entreprises se sont resserrés face à de meilleures perspectives commerciales. Tandis que le sentiment à l'égard du risque dans le monde s'est amélioré, l'euro est resté proche du niveau qu'il avait atteint en raison de l'intensification des tensions commerciales et financières en avril. Dans le même temps, la confiance sur les marchés financiers est restée fragile, en particulier parce que l'expiration des suspensions des hausses des droits de douane américains est prévue début juillet.

Les taux directeurs plus bas ont continué de se transmettre aux conditions d'octroi de prêt aux entreprises et aux ménages. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts aux entreprises a diminué à 3,8 % en avril, après 3,9 % en mars, le coût du financement par endettement de marché demeurant inchangé à 3,7 %. En cohérence avec ces tendances, les prêts bancaires aux entreprises ont continué de se renforcer progressivement, augmentant de 2,6 % en rythme annuel en avril après 2,4 % en mars, tandis que les émissions d'obligations d'entreprises ont été modérées. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires est demeuré à 3,3 % en avril, tandis que la croissance des prêts hypothécaires s'est accélérée, ressortant à 1,9 % après 1,7 % en mars.

La croissance annuelle de la monnaie au sens large, mesurée par l'agrégat monétaire M3, est passée de 3,7 % en mars à 3,9 % en avril.

## Considérations de politique monétaire et options possibles

En résumé, l'inflation se situe actuellement autour de la cible de 2 %. Si ce résultat est en partie le reflet de la baisse des prix de l'énergie, la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente suggèrent que l'inflation devrait s'établir à ce niveau de manière durable à moyen terme. Ces perspectives à moyen terme sont étayées par la poursuite attendue de la modération de la hausse des prix des services, en même temps que la croissance des salaires se ralentit. Selon les indications actuelles, la multiplication des obstacles au commerce mondial aurait probablement un effet désinflationniste sur la zone euro en 2025 et 2026, comme le montrent les projections de base de juin et les scénarios des services de l'Eurosystème. Néanmoins, la possibilité qu'une détérioration des relations commerciales exerce des pressions haussières sur l'inflation par le biais de perturbations de la chaîne d'approvisionnement nécessite un suivi attentif et constant. Le scénario de base des projections ne prévoit qu'une révision limitée de la trajectoire de croissance du PIB, mais les facteurs défavorables freinant l'activité seraient plus forts dans le scénario sévère. Dans l'ensemble, la transmission de la politique monétaire se poursuit de façon harmonieuse, bien que la forte incertitude ait atténué sa vigueur.

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient abaissés de 25 points de base, ramenant le taux de la facilité de dépôt à 2,0 %. Les projections de juin sont subordonnées à une trajectoire de taux qui inclut une réduction d'un quart de point de pourcentage du taux de la facilité de dépôt en juin. En soutenant la pression sur les prix nécessaire pour générer une inflation conforme à la cible à moyen terme, cette réduction contribuerait à faire en sorte que l'écart attendu de l'inflation à un niveau inférieur à la cible en 2025 et 2026 reste temporaire et ne devienne pas un écart à plus long terme. Une réduction des taux, qui démontrerait la détermination du Conseil des gouverneurs à assurer le retour de l'inflation au niveau de la cible à moyen terme, contribuerait à soutenir les anticipations d'inflation et à éviter un resserrement injustifié des conditions financières. Cette proposition est également robuste pour les différents scénarios relatifs à la politique commerciale préparés par les services de l'Eurosystème.

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

### Analyses économique, monétaire et financière

En ce qui concerne l'environnement mondial, la croissance de l'économie dans le monde (hors zone euro) devrait se ralentir en 2025 et 2026 comparativement à 2024. Ce ralentissement reflète les évolutions aux États-Unis – mais la Chine serait également impactée – et entraînerait une modération de la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro. Ces évolutions sont considérées

comme découlant principalement des mesures de politique commerciale adoptées par l'administration américaine et des réactions de la Chine et d'autres pays.

Les membres du Conseil ont souligné que les perspectives économiques mondiales demeurent très incertaines. L'incertitude élevée relative à la politique commerciale devrait se prolonger un certain temps et pourrait s'étendre et s'intensifier, au-delà des annonces les plus récentes quant aux droits de douane sur l'acier et l'aluminium. De nouveaux droits de douane pourraient renforcer les tensions commerciales, ainsi que la probabilité de mesures de rétorsion et la possibilité d'effets non linéaires, les mesures de rétorsion affectant de plus en plus les biens intermédiaires. Tandis que les indicateurs à haute fréquence de l'activité économique mondiale et du commerce sont restés relativement résilients au premier trimestre 2025 (reflétant en partie l'anticipation des entreprises), les indicateurs d'avril et de mai suggèrent déjà un certain ralentissement. L'euro s'est apprécié en termes effectifs nominaux depuis les projections de mars 2025, cependant pas autant qu'il ne s'est renforcé par rapport au dollar américain. Une autre évolution notable est la baisse marquée des prix des matières premières énergétiques, les prix du pétrole brut comme du gaz naturel devant désormais être largement inférieurs aux hypothèses des projections de mars (sur la base des prix des contrats à terme). Les évolutions des prix de l'énergie et du taux de change sont considérées comme les principaux déterminants des dynamiques de l'inflation totale dans la zone euro à l'heure actuelle.

Les membres du Conseil ont longuement discuté des scénarios commerciaux préparés par les services de l'Eurosystème dans le cadre de l'exercice de projections de juin. Conjointement avec des analyses de sensibilité classiques, ces scénarios devraient contribuer à identifier les canaux pertinents à l'œuvre et pourraient permettre de quantifier l'incidence des droits de douane et de l'incertitude relative à la politique commerciale sur la croissance, le marché du travail et l'inflation. Selon l'hypothèse de base de l'exercice de projections de juin 2025, les droits de douane devraient rester au niveau de mai 2025 sur l'horizon de projection et l'incertitude devrait demeurer élevée, mais s'atténuer progressivement. Tenant compte de la forte incertitude entourant actuellement les politiques commerciales américaines, deux scénarios alternatifs ont été envisagés à des fins illustratives. L'un de ces scénarios est « modéré » et suppose des droits de douane plus faibles, intégrant la proposition d'une exemption totale de droits de douane (« zéro pour zéro ») pour les biens industriels avancée par la Commission européenne et une réduction plus rapide de l'incertitude relative à la politique commerciale. L'autre scénario, « sévère », suppose que les droits de douane reviennent aux niveaux plus élevés annoncés en avril, et inclut également des mesures de rétorsion par l'UE, avec une incertitude relative à la politique commerciale demeurant forte.

En premier lieu, il a été souligné que la probabilité susceptible d'être attachée à la concrétisation de la projection de base est plus faible qu'en temps normal. Par conséquent, une probabilité plus élevée a dû être assignée à d'autres résultats possibles, y compris aux non-linéarités potentielles liées au passage d'un scénario à l'autre, et le scénario de base a fourni moins d'indications que d'ordinaire. Des opinions contrastées ont cependant été exprimées quant à la probabilité des scénarios et aux

canaux qui pourraient être les plus pertinents. D'une part, le scénario modéré a été jugé utile pour démontrer les bienfaits d'une libéralisation des échanges plutôt que d'une restriction. Toutefois, dans la situation actuelle, il semble relativement peu probable qu'il se réalise. S'agissant du scénario sévère, la discussion ne s'est pas concentrée sur son degré de gravité, mais plutôt sur la question de savoir s'il tenait suffisamment compte des éventuelles ramifications négatives d'une forte augmentation des droits de douane. Une source de tension supplémentaire est liée aux perturbations sur les marchés financiers. De plus, la pression baissière sur l'inflation pourrait être amplifiée si les pays en surcapacité réorientaient leurs exportations vers la zone euro. Des tensions supplémentaires pourraient provenir d'une nouvelle baisse des prix de l'énergie et d'une appréciation plus forte de l'euro. Il a été remarqué que dans tous les scénarios, l'incidence principale sur l'activité et l'inflation semble émaner de l'incertitude plus forte relative à la politique commerciale que de l'effet direct de la hausse des droits de douane.

Un troisième point de discussion a porté sur de possibles effets défavorables du côté de l'offre. Il a été avancé que les scénarios présentés dans les projections des services de l'Eurosystème étaient susceptibles de sous-estimer les risques haussiers pesant sur l'inflation, les droits de douane étant modélisés comme un choc de demande négatif tandis que les effets du côté de l'offre ne sont pas pris en compte. S'il a été noté que, jusqu'à présent, aucune perturbation généralisée et significative de l'offre ne s'est matérialisée, les restrictions sur les échanges de terres rares ont été cités comme exemple d'effets défavorables sur la chaîne d'approvisionnement qui se sont déjà concrétisés. En outre, les expériences postérieures à la pandémie et à l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie rappellent que les effets du côté de l'offre, si et lorsqu'ils surviennent, peuvent être non linéaires dans leur nature et leurs effets. En ce sens, les perturbations potentielles à court terme de la chaîne d'approvisionnement doivent être distinguées de tendances à plus long terme telles que la démondialisation. Il a été fait référence à un *Occasional Paper* publié en décembre 2024 sur la fragmentation du commerce, intitulé « *Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks* », qui a étudié les implications d'une scission des blocs commerciaux entre l'Est et l'Ouest. Si une analyse sectorielle détaillée de ce type pourrait servir de « modèle satellite » utile, elle ne fait pas partie de la boîte à outils macroéconomique standard qui sous-tend les projections. Dans le même temps, il a été noté que d'importants effets du côté de l'offre résultant de la fragmentation du commerce pourraient eux-mêmes engendrer des effets négatifs sur la demande.

Dans ce contexte, il a été avancé que des droits de douane de rétorsion et des effets non linéaires des droits de douane du côté de l'offre dans l'économie, y compris via une perturbation structurelle et une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, pourraient alimenter les pressions inflationnistes. Plus particulièrement, l'inflation pourrait être plus élevée que dans le scénario de base à court terme si l'UE adopte des mesures de rétorsion à la suite d'une intensification de la guerre commerciale par les États-Unis, et si les droits de douane sont imposés sur des produits qui ne sont pas aisément substituables tels que les biens intermédiaires. Dans un tel scénario, les droits de douane et les contre-mesures pourraient se propager à l'économie mondiale par le biais des chaînes

d'approvisionnement mondiales. Les entreprises soumises à des hausses du coût des intrants importés répercuteraient probablement cette hausse sur les consommateurs au fil du temps, l'érosion antérieure des marges bénéficiaires rendant difficile l'absorption des coûts. À plus long terme, une reconfiguration des chaînes d'approvisionnement mondiales réduirait probablement l'efficacité de la production, annulant ainsi les gains antérieurs issus de la mondialisation. Par conséquent, les effets inflationnistes des droits de douane sur l'offre pourraient l'emporter sur la pression désinflationniste exercée par la baisse de la demande extérieure et ainsi faire peser des risques haussiers sur les perspectives d'inflation à moyen terme.

S'agissant de l'activité dans la zone euro, l'économie s'est montrée plus résistante que prévu au premier trimestre 2025, mais les perspectives restent difficiles. Les estimations préliminaires relatives à la croissance du PIB en volume de la zone euro au premier trimestre suggèrent qu'elle a non seulement été plus forte qu'anticipé précédemment, mais également plus généralisée, et les actualisations récentes fondées sur l'agrégation d'une sélection de données disponibles par pays laissent penser qu'il pourrait y avoir une nouvelle révision à la hausse. La concentration en début de période de l'activité et des échanges commerciaux avant les droits de douane potentiels a probablement joué un rôle important dans le résultat plus élevé qu'attendu enregistré au premier trimestre, mais l'expansion généralisée constitue un signal positif, les données suggérant une croissance de la plupart des composantes de la demande, notamment la consommation privée et l'investissement. En particulier, l'attention a été attirée sur la contribution probablement positive de l'investissement, alors qu'on s'attendait à ce que celui-ci soit affecté plus négativement par l'incertitude entourant la politique commerciale. Il a également été jugé que les fondamentaux sous-jacents de la zone euro sont dans un état satisfaisant et qu'ils soutiendront la croissance économique au cours de la période à venir. Notamment, grâce à une augmentation des revenus réels et à la solidité du marché du travail, les ménages pourront accroître leurs dépenses. La hausse de l'investissement public en matière d'infrastructures et de défense devrait également soutenir la croissance, en particulier en 2026 et 2027. Ces bases solides pour la demande intérieure devraient contribuer à rendre l'économie de la zone euro plus résistante aux chocs externes.

Dans le même temps, la croissance économique devrait être plus modérée au deuxième et au troisième trimestre 2025. Cette évaluation reflète en partie la résorption supposée du phénomène de concentration en début de période de l'activité et des échanges commerciaux observée au premier trimestre, la mise en œuvre de certaines des restrictions commerciales annoncées précédemment et l'incertitude persistante concernant les politiques commerciales futures. En effet, les indicateurs en temps réel récents pour le deuxième trimestre semblent confirmer le ralentissement attendu. Les données ressortant de l'indice composite des directeurs d'achat pour avril et mai indiquent un ralentissement, tant de l'activité actuelle que des indicateurs plus prospectifs, tels que les nouvelles commandes. Il est noté que les dernières données d'enquêtes montrent que les indicateurs relatifs au secteur manufacturier sont supérieurs à ceux des services, ce qui constitue une caractéristique nouvelle. De fait, le secteur manufacturier continue de montrer des signes de reprise, en dépit de

l'incertitude entourant la politique commerciale, l'indice PMI pour le secteur manufacturier se situant à son plus haut niveau depuis août 2022. Les indices PMI relatifs à la production et aux nouvelles commandes dans le secteur manufacturier ont indiqué une expansion pendant trois mois consécutifs et les anticipations relatives à la production future se situent à leur plus haut niveau depuis plus de trois ans.

Même si cette évolution est considérée comme positive, elle reflète en partie une impulsion temporaire apportée au secteur manufacturier par les exportations effectuées par anticipation, qui masquent d'éventuels facteurs défavorables pour les entreprises exportatrices au cours des mois à venir, qui seront encore renforcés par une appréciation de l'euro. Même si les évolutions des exportations sont actuellement entourées d'une forte volatilité, le profil attendu sur l'ensemble de l'horizon de projection a été sensiblement révisé à la baisse au cours des deux derniers exercices de projections. En outre, la persistance d'une incertitude élevée et l'imprévisibilité de la politique commerciale devraient peser sur l'investissement. De plus, la baisse des indicateurs relatifs aux services est révélatrice des effets négatifs que l'incertitude entourant la politique commerciale exerce plus largement sur le climat économique. Globalement, les estimations relatives à la croissance du PIB à court terme suggèrent un ralentissement significatif de la dynamique de la croissance et font état d'une activité économique globalement atone en milieu d'année.

Pour la période à venir, un large consensus s'est dégagé sur les projections de juin 2025 des services de l'Eurosystème relatives à la croissance, même s'il a été jugé que les perspectives sont plus sombres que d'habitude en raison des évolutions actuelles de la politique commerciale. Il a été noté qu'une croissance plus forte qu'attendu au tournant de l'année a fortement dopé le chiffre annuel de la croissance, les services de l'Eurosystème anticipant une moyenne de 0,9 % pour 2025. Toutefois, il a été observé que la projection non révisée pour l'ensemble de l'année 2025 masque un début d'année plus vigoureux qu'anticipé précédemment, mais un résultat plus faible que prévu en milieu d'année. Ainsi, le rebond attendu de la croissance à 1,1 % en 2026 masque également un ralentissement attendu mi-2025. Les services de l'Eurosystème s'attendent à une nouvelle accélération de la croissance, à 1,3 % en 2027. Un certain scepticisme a été exprimé concernant les taux de croissance trimestriels nettement plus élevés prévus pour 2026, après une croissance trimestrielle essentiellement stationnaire pour le reste de l'année 2025.

Au total, il a été estimé que la robustesse des marchés du travail et la hausse des salaires réels fournissent des motifs raisonnables de se montrer optimiste s'agissant de la reprise attendue de la croissance. Les bilans du secteur privé ont été jugés en bonne santé et une partie de l'augmentation de l'activité prévue pour 2026 et 2027 s'explique par les anticipations d'une augmentation de l'investissement public dans les infrastructures et la défense. En outre, la reprise attendue de la consommation est rendue plus probable par le fait que les projections ne prévoient qu'une baisse relativement progressive du taux d'épargne des ménages, qui devrait rester relativement élevé par rapport à la période d'avant la pandémie. Dans le même temps, il a été noté que la baisse du taux

d'épargne des ménages intégrée dans les projections pourrait ne pas se matérialiser dans l'environnement actuel d'incertitude élevée entourant la politique commerciale. De même, un certain scepticisme a été exprimé concernant le rebond attendu de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, étant donné que l'on peut s'attendre à une hausse des taux hypothécaires en ligne avec celle des taux d'intérêt à long terme. Plus généralement, une certaine prudence a été exprimée quant à la composition du redressement attendu de l'activité. Ces dernières années, l'augmentation des dépenses publiques a masqué, dans une certaine mesure, la faiblesse de l'activité du secteur privé. À plus long terme, compte tenu des contraintes économiques et politiques, l'investissement public pourrait s'avérer plus faible ou moins puissant pour stimuler la croissance économique que ce qui est prévu dans le scénario de référence, même en faisant abstraction de l'absence d'une « marge de manœuvre budgétaire » suffisante dans plusieurs juridictions.

Les marchés du travail continuent de représenter un élément positif pour l'économie de la zone euro et contribuent à sa capacité de résistance dans l'environnement actuel. L'emploi a continué de croître et les données d'avril indiquent que le taux de chômage, qui s'établit à 6,2 %, se situe à son plus bas niveau depuis le lancement de l'euro. Les signaux positifs provenant des marchés du travail et de la croissance des salaires réels, conjugués à des conditions de financement plus favorables, donnent des raisons d'avoir confiance en la capacité de l'économie de la zone euro à surmonter la tempête commerciale actuelle et à reprendre une trajectoire de croissance une fois les conditions devenues plus stables. Toutefois, l'attention a également été attirée sur certains signes d'un ralentissement progressif de la demande de main-d'œuvre. Cela ressort, en particulier, de la baisse des taux de vacance d'emploi. En outre, si l'indice des directeurs d'achat relatif à l'emploi dans le secteur manufacturier indique des évolutions moins négatives, l'indicateur relatif au secteur des services a diminué en avril et mai. Enfin, les enquêtes auprès des consommateurs suggèrent que les anticipations des travailleurs relatives au taux de chômage se sont détériorées et que celles des chômeurs relatives à un retour à l'emploi ont diminué.

En ce qui concerne les politiques budgétaires et structurelles, il a été avancé que le renforcement des dépenses d'infrastructures et de défense, considéré jusqu'à présent comme principalement concentré dans la plus grande économie de la zone euro, compenserait largement l'impact des tensions commerciales actuelles sur l'activité. Toutefois, il a été considéré que le profil temporel des effets diffère entre les deux chocs.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont considéré que les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Les principaux risques à la baisse incluent une possible nouvelle intensification des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes qui en découlent, qui pourraient affaiblir la croissance dans la zone euro en limitant les exportations et en freinant l'investissement et la consommation. De plus, il a été noté qu'une détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque, et décourager les entreprises et les ménages d'investir et de consommer.

En outre, les tensions géopolitiques, notamment liées à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude importante. Par ailleurs, il a été noté que si les tensions commerciales et géopolitiques s'apaisent rapidement, cela pourrait stimuler la confiance et l'activité. Une nouvelle augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait aussi la croissance.

S'agissant des politiques structurelles et budgétaires, il a été considéré que si la situation géopolitique actuelle représente des défis pour l'économie de la zone euro, elle offre également des opportunités. Toutefois, ces dernières se concrétiseront uniquement si des mesures rapides et décisives sont prises par les responsables de la politique économique. Il a été noté que la politique monétaire a rempli sa mission, ramenant l'inflation au niveau de la cible malgré des chocs et des défis sans précédent. Il a été observé que le moment est venu pour d'autres acteurs (en particulier la Commission européenne et les gouvernements nationaux) d'intensifier leurs actions rapidement, en particulier parce que la fenêtre d'opportunité serait probablement limitée. Il s'agit notamment de mettre en œuvre les recommandations des rapports de Mario Draghi et Enrico Letta, ainsi que les projets menés dans le cadre de l'Union européenne pour l'épargne et l'investissement. Ces mesures présenteraient non seulement des avantages en tant que telles, mais elles pourraient également renforcer le rôle international de l'euro et rendre plus globalement plus résiliente l'économie de la zone euro.

Il a été largement souligné que dans l'environnement géopolitique actuel, il est encore plus urgent que les politiques budgétaires et structurelles contribuent à renforcer la productivité, la compétitivité et la résilience de l'économie de la zone euro. En particulier, il a été considéré que la boussole pour la compétitivité présentée par la Commission européenne constitue un plan d'action concret dont les propositions, axées notamment sur la simplification, devraient être adoptées sans délai. Il convient, par exemple, d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement, selon un calendrier clair et ambitieux. Il importe également de mettre rapidement en place le cadre législatif posant les jalons de l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Il appartient aux gouvernements d'assurer la pérennité des finances publiques conformément au cadre de gouvernance économique de l'UE, tout en privilégiant les réformes structurelles essentielles favorables à la croissance ainsi que les investissements stratégiques.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont largement accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. La dernière publication montre que l'inflation totale (1,9 % en mai) est de nouveau conforme à la cible, ce qui a été largement salué. Cette estimation rapide (publiée le mardi 3 juin, bien après la date d'arrêt des projections de juin) fait état d'un ralentissement notable de la hausse des prix des services, à 3,2 % en mai, après 4,0 % en avril. Cette baisse est rassurante, car elle soutient l'argument selon lequel la date de Pâques et son effet sur les prix des services liés aux voyages (transport aérien et voyages organisés) ont été à l'origine de l'accélération de 0,5 point de pourcentage de la hausse des prix des services observée en avril. La hausse des prix des biens

industriels non énergétiques est restée contenue à 0,6 % en mai. En conséquence, l'inflation *core* est revenue à 2,3 % en mai, après 2,7 % en avril, contrebalançant plus que largement la hausse de 0,3 point de pourcentage observée ce même mois. Des inquiétudes ont été exprimées quant à l'accélération de la hausse des prix des produits alimentaires, qui a atteint 3,3 % en mai, après 3,0 % en avril, mais il a également été noté que les prix internationaux des matières premières alimentaires ont diminué récemment. Il a été largement reconnu que les prix à la consommation de l'énergie, qui ont diminué de 3,6 % en glissement annuel en mai, continuent de faire baisser le taux d'inflation totale et constituent les principaux facteurs à l'origine de la révision à la baisse du profil d'inflation dans les projections de juin par rapport à celles de mars.

Pour l'avenir, selon les projections de juin, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,0 % en 2025, 1,6 % en 2026 et 2,0 % en 2027. Il a été souligné que les révisions à la baisse par rapport aux projections de mars, de 0,3 point de pourcentage tant pour 2025 que pour 2026, reflètent essentiellement une réduction des hypothèses relatives aux prix de l'énergie et une appréciation de l'euro. Les projections relatives à l'inflation *core*, prévue en moyenne à 2,4 % en 2025 et à 1,9 % en 2026 et 2027, sont restées globalement inchangées par rapport aux projections de mars.

Même si les prix de l'énergie et les taux de change devraient conduire l'inflation à manquer la cible par le bas pendant un certain temps, la dynamique de l'inflation à moyen terme sera de plus en plus déterminée par les effets de la politique budgétaire. L'inflation totale s'établit donc à la cible pour 2027, même si cela s'explique en partie par la contribution importante de la mise en œuvre du SEQE-2. Globalement, il a été considéré que la zone euro se situe actuellement en bonne position pour ce qui concerne l'inflation. Une confiance croissante s'est exprimée quant au fait que la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente sont cohérentes avec une stabilisation durable de l'inflation autour de la cible de 2 % à moyen terme, même si l'inflation intérieure reste élevée. Si la croissance des salaires demeure élevée, un large consensus s'est dégagé sur le fait que les salaires devraient se modérer de façon visible. De plus, il a été estimé que les bénéfices amortissent partiellement l'impact de la croissance des salaires sur l'inflation. Toutefois, il a également été remarqué que les marges bénéficiaires des entreprises sont comprimées depuis un certain temps, ce qui accroît la probabilité que des chocs d'inflation par les coûts se répercutent sur les prix. Les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont légèrement augmenté en avril, ce qui reflète probablement l'impact des nouvelles relatives aux tensions commerciales. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %.

S'agissant des évolutions salariales, il a été noté que les données quantitatives et les données tirées d'enquêtes suggéraient qu'une modération était en cours. Cela a été soutenu en particulier par les dernières données sur les salaires négociés et les données disponibles par pays sur la rémunération par tête. En outre, l'outil de suivi des salaires de la BCE signale une nouvelle modération de la croissance des salaires négociés en 2025, tandis que les projections établies par les services de l'Eurosystème tablent sur une croissance des salaires qui reviendrait au-dessous de 3 % en 2026

et 2027. Il a été noté que les projections relatives au taux de croissance de la rémunération par tête – 2,8 % en 2026 comme en 2027 – correspondaient à une hausse des salaires équivalente au taux d'inflation, de 2 %, majoré de la croissance tendancielle de la productivité, de 0,8 %. Il a toutefois été observé que la rémunération par tête au premier trimestre 2025 avait surpris favorablement et que la baisse des indicateurs relatifs aux salaires négociés résultait en partie de paiements ponctuels.

S'agissant de l'évaluation du risque par le Conseil des gouverneurs, il a été estimé que les perspectives d'inflation pour la zone euro étaient plus incertaines que d'habitude, en raison de la volatilité de l'environnement de la politique commerciale mondiale. La baisse des prix de l'énergie et l'appréciation de l'euro pourraient exercer de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation. Cette tendance pourrait être renforcée si l'augmentation des droits de douane provoquait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et un réacheminement d'exportations depuis des pays en surcapacité vers la zone euro. Les tensions commerciales pourraient se traduire par une volatilité et une aversion au risque plus importantes sur les marchés financiers, ce qui pèserait sur la demande intérieure et ferait également reculer l'inflation. À l'inverse, une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales pourrait exacerber l'inflation en poussant les prix à l'importation à la hausse et en accentuant les contraintes de capacités au sein de la zone euro. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également avoir un effet haussier sur l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique, pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé.

S'agissant des scénarios liés aux échanges commerciaux, les rôles relatifs des effets du côté de la demande et de l'offre ont constitué un élément essentiel de l'évaluation du risque pour l'inflation. Il a été largement considéré que les effets potentiels des droits de douane sur la demande étaient relativement bien compris dans le cadre des modèles standards, où ils sont généralement traités comme l'équivalent d'une taxe sur les biens et services transfrontières. Dans le même temps, des incertitudes subsistent quant à l'ampleur de ces facteurs liés à la demande, des effets plus modérés par rapport au scénario de base étant jugés tout aussi plausibles que des effets plus importants. Il a également été avancé que la croissance et la confiance étaient restées résilientes en dépit d'une incertitude extraordinairement élevée. Cela suggère que, dans le scénario sévère, la persistance de l'incertitude ou son incidence sur la croissance et l'inflation pourraient être surestimées, en particulier compte tenu de l'effet de confiance positif actuel dans la zone euro, qui est visible sur les marchés financiers. L'impact relativement faible sur l'inflation, même dans le scénario sévère, qui porte la croissance du PIB à 0 % en 2026, suggère que les risques à la baisse pour l'inflation sont limités.

En outre, il a été noté que si les chiffres ressortant des scénarios concernant la politique commerciale et des analyses de sensibilité étaient différents en fonction des hypothèses liées aux droits de douane, les effets ont été atténués par l'impact des hypothèses relatives aux prix de l'énergie et au taux de change, qui sont communes à tous les scénarios. Dans ce contexte, il a été suggéré que

l'impact du taux de change sur l'inflation pourrait être plus modéré que prévu. Premièrement, la forte utilisation de l'euro comme monnaie de facturation limite l'incidence du taux de change sur l'inflation. Deuxièmement, la transmission des variations du taux de change à l'inflation pourrait être asymétrique, c'est-à-dire plus faible en cas d'appréciation, les entreprises cherchant à augmenter des marges bénéficiaires comprimées. En outre, l'analyse pourrait ne pas être en mesure de rendre correctement compte de l'impact positif d'une confiance plus élevée dans la zone euro, dont l'appréciation du taux de change de l'euro n'est qu'un des reflets. Les impacts positifs ont également été observés sur les marchés des obligations souveraines, les *spreads* plus faibles et les primes de terme moins élevées entraînant une baisse des coûts de financement pour les émetteurs souverains et les entreprises.

S'agissant des effets potentiels du côté de l'offre, il a été mentionné que l'expérience acquise à la suite de la pandémie et de l'invasion injustifiée de l'Ukraine par la Russie mettait en évidence des risques d'effets négatifs importants du côté de l'offre, qui pourraient être non linéaires et apparaître rapidement. Dans ce contexte, il a été noté que les indicateurs relatifs à l'offre, en particulier concernant les chaînes d'approvisionnement et les goulets d'étranglement potentiels, étaient surveillés et suivis très attentivement par les services. Toutefois, les éléments recueillis jusqu'à présent ne sont pas suffisants pour confirmer un rôle majeur de ces facteurs.

En outre, l'attention a également été attirée sur les effets désinflationnistes potentiels du côté de l'offre, résultant par exemple de la réorientation des échanges commerciaux au détriment de la Chine. Toutefois, il a été suggéré que cet effet était quantitativement limité. En outre, il a été avancé que toute réorientation des échanges à grande échelle pourrait entraîner des contre-mesures de la part de l'UE, comme cela a déjà été observé dans des cas spécifiques, ce qui devrait atténuer les tensions désinflationnistes.

Il a été question de savoir si les prix des matières premières énergétiques étaient bas en raison d'effets du côté de la demande ou de l'offre. Il a été noté que cela avait des implications pour l'évaluation du risque sur l'inflation. Si cette faiblesse s'explique principalement par des effets du côté de la demande, les risques sur l'inflation sont alors liés aux risques pesant sur l'activité économique et vont dans la même direction. Si cette faiblesse est due à des effets du côté de l'offre, comme le suggère l'analyse, en particulier à des augmentations de la production de pétrole, les risques provenant des prix de l'énergie pourraient aller dans la direction opposée. Par conséquent, si les variations de la production de pétrole étaient inversées, les prix de l'énergie pourraient surprendre à la hausse même si l'activité économique surprenait défavorablement.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt sans risque sont restés globalement inchangés depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 16 et 17 avril. Au moment de cette réunion, les intervenants de marché intégraient totalement dans leurs prix une baisse de 25 points de base des taux directeurs. Les conditions financières plus larges se sont assouplies dans la zone euro depuis la réunion d'avril, les prix des actions ayant entièrement

rattrapé leurs pertes passées au cours du mois dernier, les écarts de rendement des obligations d'entreprises se resserrant et ceux des obligations souveraines diminuant pour s'établir à des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis longtemps. Cette évolution résulte de nouvelles plus positives concernant les politiques commerciales mondiales, d'une amélioration du sentiment à l'égard du risque dans le monde et d'une confiance plus élevée dans la zone euro. Dans le même temps, il a été souligné que les politiques commerciales mondiales avaient encore fait l'objet de nouvelles négatives importantes au cours des dernières semaines. Dans ce contexte, il a été avancé que les intervenants de marché sont peut-être devenus légèrement trop optimistes, car ils se sont habitués à la fois aux nouvelles négatives et aux changements de politique aux États-Unis, ce qui pourrait poser des risques. Le fait que les conditions financières globales aient continué de s'assouplir récemment sans que les marchés ne s'attendent à une nouvelle réduction importante des taux directeurs mérite d'être souligné. Il a également été avancé que les mesures budgétaires prises dans la plus grande économie de la zone euro pourraient entraîner une hausse du taux d'intérêt neutre, ce qui suggère que l'assouplissement récent des conditions financières est encore plus significatif lorsqu'il est évalué au regard de ce taux de référence.

L'euro est resté proche du niveau atteint après l'annonce des mesures budgétaires en Allemagne en mars et l'intensification des tensions commerciales et financières en avril. Dans ce contexte, des facteurs structurels pourraient influencer les taux de change, y compris éventuellement une plus grande confiance dans la zone euro et des perspectives défavorables concernant les politiques budgétaires aux États-Unis. Ces évolutions pourraient expliquer la faiblesse du dollar américain malgré la récente hausse des rendements des emprunts publics à long terme aux États-Unis et leur baisse dans la zone euro. Les gestionnaires de portefeuille ont également commencé à opérer un rééquilibrage au détriment du dollar et des actifs américains. Si cette évolution devait se poursuivre, l'euro pourrait subir de nouvelles pressions à la hausse. En outre, une forte augmentation des émissions d'obligations « *reverse Yankee* » – des obligations libellées en euros émises par des sociétés situées en dehors de la zone euro et en particulier aux États-Unis – a été observée récemment, reflétant en partie des écarts de rendement plus importants.

Dans la zone euro, la transmission des réductions passées des taux d'intérêt a continué de rendre les emprunts des entreprises moins onéreux dans l'ensemble, et les taux d'intérêt sur les dépôts ont également encore diminué. Dans le même temps, les taux débiteurs se sont stabilisés. Le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,8 % en avril, après 3,9 % en mars, tandis que le coût du financement par endettement de marché est resté inchangé à 3,7 %. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires est demeuré à 3,3 % en avril, mais devrait augmenter dans un avenir proche en raison de rendements à long terme plus élevés depuis la date d'arrêt des projections de mars.

Les prêts bancaires aux entreprises ont continué de se renforcer progressivement, enregistrant une croissance annuelle de 2,6 % en avril après 2,4 % en mars, tandis que les émissions d'obligations

d'entreprises ont été modérées. La croissance des prêts hypothécaires a augmenté pour s'établir à 1,9 %. Le redressement soutenu du crédit a été bienvenu, la croissance annuelle du crédit aux entreprises et aux ménages atteignant désormais son niveau le plus élevé depuis juin 2023. La remarque a été faite que la croissance du crédit semblait être devenue résiliente même si le redressement avait débuté, en moyenne, à partir de taux d'intérêt plus élevés que lors des cycles précédents. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la demande de prêts hypothécaires émanant des ménages a continué d'augmenter rapidement. Cela a semblé être une conséquence naturelle du fait que les taux d'intérêt appliqués aux prêts hypothécaires étaient déjà inférieurs à leur moyenne historique, la demande de prêts hypothécaires étant beaucoup plus sensible aux taux d'intérêt que la demande de prêts des entreprises. Avec des taux d'intérêt appliqués aux prêts aux entreprises toujours en baisse, bien que restant supérieurs à leur moyenne historique, la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement a également montré que les entreprises ne considéraient pas l'accès au financement comme un obstacle à l'emprunt, car les demandes de prêts ont augmenté et de nombreuses entreprises ne sollicitant pas de prêts semblaient disposer de fonds internes suffisants. Dans le même temps, la demande de prêts s'est redressée à partir de niveaux encore faibles et la croissance du crédit est restée relativement modérée au regard des données historiques. En outre, l'incertitude élevée résultant des tensions commerciales et des risques géopolitiques ne se reflète pas encore pleinement dans les données quantitatives disponibles. Il a également été observé qu'en réduisant la compétitivité extérieure, la récente appréciation de l'euro pourrait affecter la demande de crédit des exportateurs.

Dans leur évaluation semestrielle de la relation entre la politique monétaire et la stabilité financière, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que même si les banques de la zone euro demeuraient résistantes, les risques pesant plus largement sur la stabilité financière restaient élevés, en particulier en raison des politiques commerciales mondiales hautement incertaines et volatiles. Les risques pesant sur les marchés mondiaux des obligations souveraines ont également été examinés, et il a été noté que le marché des obligations souveraines de la zone euro s'avérait plus résistant que ce n'avait été le cas depuis longtemps. La politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle.

## 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 comme déterminants pour sa fonction de réaction. Ceux-ci comprennent a) les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation, b) la dynamique de l'inflation sous-jacente et c) la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres ont salué le fait que l'inflation totale se situait actuellement autour de la cible de 2 % à moyen terme, et qu'elle s'y était établie plus tôt que prévu en raison de la baisse des prix de l'énergie et de l'appréciation du taux de change. La baisse des prix de l'énergie et l'appréciation de l'euro continueront d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation court terme ; selon les projections, l'inflation devrait manquer la cible par le bas en 2026 avant un retour à la cible en 2027. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont continué de s'établir à 2 % environ, ce qui a également soutenu la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

Les membres du Conseil ont examiné dans quelle mesure le niveau de l'inflation temporairement inférieur à la cible était préoccupant. Des inquiétudes ont été exprimées quant au fait qu'à la suite des révisions à la baisse de l'inflation annuelle pour 2025 et 2026, l'inflation devrait être inférieure à la cible pendant 18 mois, ce qui pourrait donner à penser que la situation se prolongera sur le moyen terme. Il a été avancé que 2026 serait une année importante car les anticipations d'une inflation inférieure à la cible pourraient être intégrées dans les négociations salariales et entraîner des effets de second tour défavorables. Il a également été avancé que le risque de manquer la cible d'inflation par le bas pendant une période prolongée résultait non seulement des prix de l'énergie et du taux de change, mais aussi de la faiblesse de la demande et du ralentissement attendu de la croissance des salaires. En outre, le calendrier et les effets de l'expansion budgétaire restent incertains. Il est important de garder à l'esprit que le fait que l'inflation ne soit que temporairement inférieure à la cible dépend d'une configuration appropriée de la politique monétaire.

Dans le même temps, il a été souligné que, malgré le fait que l'inflation se situe à un niveau inférieur à la cible à relativement court terme, ce qui est en partie dû à d'importants effets de base liés à l'énergie amplifiés par l'appréciation de l'euro, elle devrait rester globalement autour de 2 % dans une perspective de moyen terme. Dans ce contexte, il est important de ne pas accorder une trop grande importance à cet écart à la baisse, en particulier car il résulte principalement de facteurs externes volatils, qui pourraient facilement s'inverser. Par conséquent, le risque que l'inflation soit durablement sous la cible est considéré comme limité à moins d'une forte détérioration de la situation sur le marché du travail. Le retour de l'inflation au niveau de la cible serait soutenu par l'émergence probable de tensions à la hausse sur l'inflation, notamment en raison de la politique budgétaire. Par conséquent, tant que l'écart d'inflation inférieur à la cible projeté ne devient pas plus prononcé et n'affecte pas le retour à la cible en 2027, et à condition que les anticipations d'inflation restent ancrées, les chiffres modérés de l'inflation prévus à court terme devraient être gérables.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que la plupart des mesures laissent entrevoir une stabilisation durable de l'inflation autour de la cible de 2 % à moyen terme. Bien que l'inflation *core* demeure élevée, elle devrait revenir à 1,9 % en 2026 et y rester en 2027. Cela a été considéré comme cohérent avec la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible. Certaines autres mesures de l'inflation sous-jacente, notamment l'inflation intérieure, sont

toujours élevées, mais évoluent également dans la bonne direction. La baisse prévue de l'inflation sous-jacente devrait être soutenue par un nouveau ralentissement de la croissance des salaires et par une réduction de l'inflation dans les services. Bien que le rythme de la croissance des salaires soit toujours soutenu, il a continué de se modérer de manière visible, comme l'indiquent les données disponibles sur les salaires négociés et les données disponibles par pays sur la rémunération par tête, et les profits amortissent également partiellement son impact sur l'inflation. À plus long terme, l'inflation sous-jacente pourrait subir de nouvelles pressions à la baisse si l'inflation totale inférieure à la cible prévue à court terme faisait baisser les anticipations relatives aux salaires, et également parce que les chocs importants sur les prix de l'énergie se répercutent généralement à l'ensemble de l'économie. Dans le même temps, la politique budgétaire et les droits de douane sont susceptibles de générer de nouvelles tensions à la hausse sur l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Enfin, la transmission de la politique monétaire se poursuit de façon harmonieuse. En rétrospective sur une longue période, il a été observé qu'une politique monétaire robuste et fondée sur les données a apporté une contribution significative au retour de l'inflation au niveau de la cible de 2 %.

La suppression du caractère restrictif de la politique monétaire au cours de l'année écoulée est également intervenue en temps opportun pour contribuer à assurer une stabilisation durable de l'inflation autour de la cible au cours de la période à venir. Sa transmission aux taux débiteurs a été efficace, contribuant à assouplir les conditions de financement et soutenant la croissance du crédit. Une part de la transmission des baisses de taux ne s'est pas encore concrétisée mais continuera de soutenir l'économie, aidant les consommateurs et les entreprises à faire face aux retombées de la volatilité de l'environnement mondial. Les inquiétudes quant au fait qu'une incertitude accrue et une réaction volatile des marchés aux tensions commerciales observées en avril aient un effet de durcissement sur les conditions de financement se sont atténuées. Au contraire, les frictions financières sont apparues faibles dans la zone euro, avec des primes de risque limitées et une diminution des primes de terme soutenant la transmission de l'impulsion monétaire et réduisant les coûts de financement pour les emprunteurs souverains et les sociétés emprunteuses. Dans le même temps, l'incertitude élevée pourrait affaiblir le mécanisme de transmission de la politique monétaire, probablement en raison de la valeur d'option liée au report des décisions de consommation et d'investissement dans un tel environnement. Il existe également un risque que la détérioration du sentiment des marchés financiers puisse entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque, et décourager les entreprises et les ménages d'investir et de consommer.

Il a été soutenu qu'après sept baisses de taux, les taux d'intérêt sont désormais fermement en territoire neutre et probablement déjà en territoire accommodant. Il a été avancé que c'est ce que suggèrent également la reprise de la croissance du crédit et l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Toutefois, il a été souligné que, même si les banques prêtent davantage et que la demande de prêts est en hausse, l'octroi de crédits reste à des niveaux modérés par rapport à une série

d'indices de référence basés sur des régularités passées. L'investissement demeure également faible par rapport à ses références historiques.

## Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, presque tous les membres du Conseil ont soutenu la proposition présentée par M. Lane d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. La baisse du taux de la facilité de dépôt, à travers lequel le Conseil des gouverneurs pilote l'orientation de la politique monétaire, est justifiée par son évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire.

Une nouvelle baisse des taux d'intérêt a été jugée nécessaire pour protéger la cible d'inflation à moyen terme au-delà de 2026, dans un environnement où l'inflation est actuellement à la cible, mais devrait passer temporairement au-dessous de celle-ci. Dans ce contexte, il a été rappelé que les projections établies par les services de l'Eurosystème sont conditionnées à une courbe de marché qui intègre une baisse des taux de 25 points de base en juin et environ 50 points de base de réductions au total d'ici fin 2025. Il a également été noté que les scénarios des services de la BCE et les analyses de sensibilité indiquent généralement que l'inflation sera inférieure à la cible en 2026. En outre, si l'inflation est conforme à la cible, la projection de croissance pour 2026 a été légèrement revue à la baisse.

La réduction proposée des taux directeurs doit être considérée comme visant à protéger la projection « au niveau de la cible » de 2 % pour 2027. Elle devrait permettre d'éviter que ce repli temporaire de l'inflation totale sous la cible ne se prolonge, dans un contexte où une poursuite de la désinflation des mesures *core* est attendue, où les perspectives de croissance demeurent relativement faibles et où les capacités inutilisées dans le secteur manufacturier rendent peu probable qu'une croissance légèrement plus rapide se traduise par des tensions inflationnistes immédiates. Il a été avancé qu'une baisse des taux d'intérêt de 25 points de base lors de la présente réunion laisserait les taux en territoire globalement neutre. Le Conseil des gouverneurs serait ainsi en mesure de faire face à la forte incertitude à venir, tout en disposant d'une totale optionnalité pour ses prochaines réunions afin de gérer les risques d'inflation en sens opposés dans un large éventail de scénarios. En revanche, le maintien des taux d'intérêt à leurs niveaux actuels pourrait accroître le risque de manquer la cible d'inflation par le bas en 2026 et 2027.

Dans le même temps, quelques membres du Conseil ont considéré qu'il convenait de maintenir les taux d'intérêt à leurs niveaux actuels. Le fait que l'inflation reste temporairement inférieure à la cible à court terme ne devrait pas être pris en compte, cela étant dû principalement à des facteurs volatils tels que des prix de l'énergie plus bas et le renforcement du taux de change, qui pourraient facilement s'inverser. Il reste à voir si et dans quelle mesure ces facteurs se traduiront par une baisse de l'inflation *core*. Il est nécessaire d'éviter de réagir de manière excessive à la volatilité de l'inflation

totale à un moment où l'inflation intérieure demeure élevée et où de nouvelles tensions à la hausse sur l'inflation sous-jacente pourraient apparaître à moyen terme, en raison des droits de douane et de la politique budgétaire. C'est particulièrement le cas après une période d'inflation supérieure à la cible et alors que les anticipations d'inflation des entreprises et des ménages sont encore supérieures à la cible, les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ayant récemment augmenté et les anticipations d'inflation s'établissant au-dessus de 2 % sur l'ensemble des horizons. Cela implique un risque très limité de désancrage à la baisse des anticipations d'inflation.

Plusieurs raisons peuvent également expliquer pourquoi les projections et les scénarios pourraient sous-estimer les tensions inflationnistes à moyen terme. L'inflation sous-jacente pourrait entraîner des risques à la hausse, en partie parce que la hausse des prix des services reste supérieure aux niveaux compatibles avec un retour durable de l'inflation à la cible. L'incertitude exceptionnelle liée aux tensions commerciales a réduit la confiance dans les projections de base et signifie qu'il peut être intéressant d'attendre de voir comment la guerre commerciale va évoluer. En outre, même si la croissance ne se redresse que progressivement et s'accompagne de risques à la baisse, la probabilité d'une récession est actuellement assez faible et les taux d'intérêt sont déjà suffisamment bas pour ne pas freiner la croissance économique. Il a été souligné que le marché du travail s'est montré très résistent, le taux de chômage se situant à un point bas historique et l'emploi s'inscrivant en hausse malgré les perspectives d'augmentation des droits de douane. Compte tenu du réaplatissement récent de la courbe de Philips, le risque que l'inflation n'atteigne durablement pas la cible d'inflation par le bas a été considéré comme limité en l'absence d'une forte détérioration de la situation sur le marché du travail. Il a également été avancé qu'il ne serait pas approprié d'adopter une orientation accommodante de la politique monétaire. Dans tous les cas, les éléments montrent qu'une orientation accommodante ne serait pas très efficace dans un environnement d'incertitude élevée.

Dans ce contexte, il a également été affirmé que les taux d'intérêt pourraient déjà se situer en territoire accommodant. Il a été avancé que le niveau du taux d'intérêt neutre a changé depuis début 2022, augmentant significativement, et qu'il devrait encore augmenter en raison de l'expansion budgétaire et du passage d'une pénurie d'actifs sûrs à une surabondance d'obligations d'État. Toutefois, il a été souligné que même si les taux directeurs attendus et la prime de terme avaient augmenté en 2022, la question se posait de savoir dans quelle mesure cela reflétait une hausse du taux d'intérêt neutre ou simplement la suppression du caractère exceptionnellement accommodant de la politique monétaire. Il a été avancé que la faiblesse récente de l'investissement, la vigueur de l'épargne et les volumes de crédit toujours modérés suggèrent qu'il n'y a probablement pas eu de hausse significative du taux d'intérêt neutre.

En gardant à l'esprit ces considérations, ces membres ont initialement exprimé une préférence pour le maintien des taux d'intérêt à un niveau inchangé afin d'accorder plus de temps à l'analyse de la situation actuelle et de détecter d'éventuelles tensions inflationnistes ou désinflationnistes prolongées.

Toutefois, à la lumière de la discussion précédente, ils ont finalement exprimé leur volonté de se rallier au consensus, à l'exception d'un membre, qui a maintenu une opinion divergente.

Pour l'avenir, les membres ont réaffirmé que le Conseil des gouverneurs reste résolu à assurer une stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Les décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt directs continueront d'être fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation compte tenu des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. L'incertitude exceptionnelle souligne également l'importance de suivre une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire.

Compte tenu de l'incertitude généralisée, de la possibilité d'évolutions rapides de l'environnement économique et du risque de chocs sur l'inflation dans les deux sens, il est important pour le Conseil des gouverneurs de conserver une perspective bilatérale et d'éviter de se lier les mains avant toute réunion future. La nature et la focalisation de la dépendance aux données pourraient devoir évoluer pour mettre davantage l'accent sur les indicateurs en lien avec les évolutions futures. Cela suggère potentiellement de porter une plus grande attention à l'examen des données à haute fréquence, des données des marchés financiers, des données tirées d'enquêtes et des informations qualitatives telles que les contacts avec les sociétés, par exemple, pour aider à évaluer les éventuels problèmes au niveau des chaînes d'approvisionnement. Il a également été souligné que les scénarios continueraient de jouer un rôle important pour aider à évaluer l'incertitude et communiquer sur celle-ci. Dans ce contexte, il a été soutenu que la trajectoire de taux devait rester cohérente avec le fait d'atteindre la cible à moyen terme et qu'il serait vital de faire preuve d'agilité étant donné l'incertitude élevée. Dans le même temps, il a été mentionné que la politique monétaire devrait devenir moins réactive aux nouvelles données. En particulier, seuls les chocs de grande ampleur appelleraient une réponse de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs devant être disposé à tolérer des écarts modérés à la cible tant que les anticipations d'inflation demeurent ancrées.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que, au vu des dernières évolutions et projections de l'inflation, le temps était venu de parler de l'inflation comme se situant « actuellement autour de l'objectif du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme » plutôt que de dire que le processus de désinflation est « bien engagé ». Il a aussi été décidé que la communication externe devrait indiquer clairement que les autres scénarios qui seront publiés sont préparés par les services de la BCE, qu'ils sont à des fins d'illustration dans la mesure où ils ne représentent qu'un sous-ensemble d'autres possibilités, qu'ils n'évaluent que certains des mécanismes par lesquels différentes politiques commerciales sont susceptibles d'affecter la croissance et l'inflation, et que leurs résultats dépendent des hypothèses retenues.

Compte tenu des discussions qui se sont déroulées entre les membres et sur proposition de la présidente, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions de politique monétaire présentées dans le communiqué de presse de politique monétaire s'y rapportant. Les membres du Conseil des

gouverneurs ont ensuite finalisé la déclaration de politique monétaire, que la présidente et le vice-président allaient prononcer, comme d'habitude, lors de la conférence de presse tenue à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs.

## Déclaration de politique monétaire

[Déclaration de politique monétaire lors de la conférence de presse du 5 juin 2025](#)

## Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

## Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 3, 4 et 5 juin 2025

### Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno

M. Cipollone

M. Demarco, qui remplace temporairement M. Scicluna

M. Elderson

M. Escrivá\*

M. Holzmann

M. Kazāks

M. Kažimír\*

M. Knot

M. Lane

M. Makhlouf

M. Müller

M. Nagel

M. Panetta

M. Patsalides

M. Rehn \*

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Šimkus

M. Stournaras

M. Villeroy de Galhau

M. Vujčić

M. Wunsch\*

Mme Žumer Šujica, vice-gouverneure de la Banka Slovenije

\* Membres ne disposant pas de droit de vote en juin 2025 en vertu de l'article 10.2 des statuts du SEBC.

### **Autres participants**

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

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

M. Winkler, secrétaire adjoint pour la politique monétaire, conseiller de haut niveau, DG Politique économique

### **Personnes accompagnantes**

Mme Bénassy-Quéré

Mme Brezigar

M. Debrun

M. Gavilán

M. Gilbert

M. Horváth

M. Kaasik

M. Koukoularides

M. Lünnemann

M. Madouros

M. Markevičius

Mme Mauderer

M. Nicoletti Altimari

M. Novo

M. Raposo

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šošić

Mme Stiftinger

M. Tavlás

M. Välimäki

#### **Autres membres du personnel de la BCE**

- M. Proissl, directeur général Communication
- M. Straub, conseiller auprès de la présidente
- Mme Rahmouni, directrice générale Opérations de marché
- M. Arce, directeur général Questions économiques
- M. Sousa, directeur général adjoint Questions économiques

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 28 août 2025.