



Réunion des 23 et 24 juillet 2025

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 23 et le jeudi 24 juillet 2025

28 août 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 les marchés financiers étaient revenus à un régime de faible volatilité et d'appétence pour le risque (*risk on*), laissant derrière eux les turbulences d'avril 2025 malgré de nouveaux épisodes liés aux droits de douane. La volatilité des marchés s'est atténuée après le pic de courte durée résultant des tensions au Moyen-Orient, les annonces de droits de douane par l'administration américaine ayant récemment été moins déterminantes pour la dynamique des prix des actifs, et les actifs risqués s'étant redressés à l'échelle mondiale depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 4 et 5 juin. Dans le même temps, l'économie de la zone euro a semblé plus résistante que prévu face à la hausse des droits de douane et à l'incertitude élevée relative à la politique commerciale. Malgré une nouvelle appréciation de l'euro, résultant en grande partie de la réévaluation de l'activité économique relative entre la zone euro et les États-Unis, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché ont de nouveau légèrement augmenté et la courbe à terme des taux d'intérêt de la BCE s'est déplacée vers le haut.

Aux États-Unis, un découplage entre la volatilité des marchés et l'incertitude relative à la politique économique a été observé, plus encore que pendant le premier mandat présidentiel de M. Trump. Les marchés ont de plus en plus « fait abstraction » des annonces de droits de douane. Une des raisons pour lesquelles ils accordent moins d'importance aux menaces relatives aux droits de douane

et à l'incertitude élevée réside dans le fait que les données macroéconomiques ont surpris à la hausse dans la zone euro, et récemment également aux États-Unis, signe d'une économie plus résistante que prévu initialement. Les prévisions de croissance du PIB de la zone euro se sont bien maintenues au cours des derniers mois. Certaines prévisions du secteur privé concernant la croissance du PIB en volume de la zone euro en 2025 et 2026 se sont établies à des niveaux proches de ceux observés avant les premières annonces de droits de douane américains en avril et ont continué d'indiquer une reprise progressive, la croissance devant s'accélérer de nouveau en 2027. En revanche, pour les États-Unis, les prévisions de croissance tirées de ces enquêtes ont été considérablement révisées à la baisse pour 2025 et 2026, et se situent bien au-dessous des niveaux de 2024.

La réévaluation des anticipations de croissance relative entre la zone euro et les États-Unis apparaît également clairement sur les marchés des actions. L'indice américain S&P 500 a en partie rattrapé ses mauvaises performances récentes, tout en restant largement sous l'indice de référence de la zone euro depuis le début de l'année, et notamment sous l'indice DAX allemand, qui a été stimulé par les mesures budgétaires du pays. Les actions des petites entreprises américaines ont tout juste retrouvé leur niveau atteint en début d'année et ont affiché des performances nettement inférieures à celles de la zone euro.

La révision des perspectives de croissance de la zone euro a également entraîné une réévaluation des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché. Les investisseurs ont révisé à la hausse leurs prévisions d'inflation pour 2025 et 2026, telles que mesurées par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) hors tabac, par rapport aux anticipations formulées au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Les *inflation fixings* se sont établis à leur plus haut niveau depuis mars pour la majeure partie de 2026, bien au-dessus des niveaux observés au moment des réunions de politique monétaire d'avril et de juin. Pour 2025, ils se situaient au-dessous des niveaux de mars, en raison de prix de l'énergie plus bas. Les anticipations de croissance et d'inflation ont donc retrouvé, voire dépassé, leurs niveaux d'avant avril. Si l'appréciation de l'euro a modéré les anticipations d'inflation, cet effet a été plus que compensé par la remontée des prix de l'énergie.

Mme Schnabel a ensuite passé en revue les évolutions récentes du taux de change EUR/USD. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 3, 4 et 5 juin, l'euro a continué de s'apprécier vis-à-vis du dollar américain, une tendance amorcée avec l'annonce des mesures budgétaires en Allemagne début mars. L'euro se négocie actuellement à un niveau proche de sa moyenne de 1,18 dollar américain depuis sa création en 1999, soit environ 4 % au-dessus de sa moyenne de 1,12 dollar américain au cours de la dernière décennie. Le principal facteur à l'origine de la récente appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain a été un choc de demande relative positif, reflété dans les révisions à la hausse des perspectives économiques de la zone euro par rapport à celles des États-Unis, suggérant une transmission relativement faible des variations du taux de change à l'inflation. Au cours des derniers mois, la demande de protection contre la vigueur de l'euro ou la

faiblesse du dollar a augmenté, en particulier de la part des investisseurs de la zone euro cherchant à couvrir leurs expositions en dollars américains face aux risques perçus d'une nouvelle dépréciation du dollar.

La combinaison d'une économie résiliente, d'anticipations d'inflation extraites des instruments de marché plus élevées et d'une communication de la BCE indiquant qu'elle était « en bonne position » a entraîné une réévaluation de la trajectoire attendue de la politique monétaire de la BCE, et la courbe à terme des taux des *swaps* au jour le jour s'est déplacée vers le haut. Les marchés intègrent dans leurs prix une nouvelle baisse des taux directeurs de 25 points de base d'ici fin 2025, la courbe à terme commençant à de nouveau remonter au second semestre 2026. Les anticipations des marchés pour 2025 sont supérieures aux anticipations médianes ressortant de l'enquête auprès des analystes monétaires.

Les investisseurs mondiaux ont continué d'avoir une opinion positive des marchés des obligations souveraines de la zone euro. Les écarts de rendement souverains dans la zone euro vis-à-vis du Bund allemand, qui s'étaient resserrés à la suite de la menace de droits de douane plus élevés, sont restés globalement inchangés à des niveaux faibles depuis la dernière réunion de politique monétaire. Au cours des dernières semaines, l'attention sur les marchés des obligations souveraines s'est déplacée vers la partie très longue de la courbe. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les rendements des obligations à 30 ans, particulièrement sensibles aux risques liés à la soutenabilité de la dette, se sont inscrits sur une trajectoire haussière persistante depuis fin 2022. Comparativement, les rendements de la zone euro sont restés relativement stables et proches de leur niveau moyen depuis fin 2022. La situation budgétaire plus solide de la zone euro comparativement à d'autres économies a constitué un facteur clé protégeant les rendements à long terme de la zone euro des tensions haussières mondiales.

La réévaluation des perspectives de croissance relative ainsi que les inquiétudes plus larges concernant les États-Unis et leur trajectoire budgétaire ont fait apparaître les premiers signes d'un rééquilibrage des flux d'investissement mondiaux. Les fonds d'investissement non domiciliés aux États-Unis, qui ont acquis de façon régulière des actions américaines tout au long de 2024, ont fortement réduit leurs achats en avril 2025. En outre, les investisseurs étrangers se sont orientés vers la zone euro à un rythme plus soutenu qu'habituellement.

La montée de l'appétence pour le risque à l'échelle mondiale a bénéficié aux marchés des obligations d'entreprises, les *spreads* des obligations d'entreprises se resserrant dans l'ensemble des compartiments de marché et des régions. Une analyse empirique indique que la forte augmentation des émissions libellées en euros par les entreprises américaines résulte de la hausse de l'incertitude relative à la politique économique aux États-Unis. Dans le même temps, les rendements relatifs ont continué de jouer un rôle important dans la réallocation des fonds des investisseurs vers différents marchés mondiaux d'obligations souveraines, bénéficiant aux obligations d'État de la zone euro. Toutefois, des défis structurels ont continué de peser sur l'attractivité de la zone euro, car ses

marchés d'obligations d'État ne disposent ni de la profondeur ni de la liquidité du marché des titres du Trésor américain.

Enfin, s'agissant des évolutions récentes sur les marchés monétaires, depuis 2022, l'excédent de liquidité a progressivement diminué pour s'établir à 2 600 milliards d'euros environ. Les taux du marché monétaire ont commencé à s'inscrire en hausse en raison de la diminution de l'excédent de liquidité, mais aussi de la pénurie de garanties. Si le taux à court terme de l'euro reste inférieur au taux de la facilité de dépôt, l'écart s'est toutefois réduit. Les taux *repo* se négocient à un niveau très proche du taux de la facilité de dépôt, tant sur les garanties générales (*general collateral*) que sur les garanties non générales (*non-general collateral*).

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

S'agissant tout d'abord de l'évolution de l'inflation dans la zone euro, M. Lane note que l'inflation se situe actuellement au niveau de la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Elle s'est légèrement accélérée, passant de 1,9 % en mai à 2,0 % en juin, principalement parce que la variation des prix de l'énergie est passée de - 3,6 % à - 2,6 %. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, revenant de 3,2 % à 3,1 %. L'inflation *core* (mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires) est demeurée inchangée à 2,3 % en juin, car la hausse de 0,1 point de pourcentage de l'inflation dans les services, qui s'est établie à 3,3 %, a été largement compensée par un ralentissement de 0,1 point de pourcentage de la hausse des prix des biens, qui est revenue à 0,5 %.

Les indicateurs de l'inflation sous-jacente sont globalement conformes à la cible de 2 % à moyen terme. La croissance de la rémunération par tête s'est de nouveau ralentie au premier trimestre de l'année, revenant à 3,8 % après 4,1 % au dernier trimestre 2024. Conjugée à la progression plus forte de la productivité, cette évolution a entraîné un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Conformément aux projections macroéconomiques de juin 2025 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro, l'outil de suivi des salaires de la BCE fait état d'une croissance plus faible des salaires au cours des prochains trimestres, tandis que les anticipations tirées d'enquêtes des entreprises, des consommateurs et des prévisionnistes professionnels indiquent toutes une poursuite de la baisse en 2026 également. En retour, la décélération de la croissance des salaires devrait soutenir le ralentissement de l'inflation dans les services.

Compte tenu des prix récents des contrats à terme sur l'énergie, l'inflation totale devrait fluctuer autour de son niveau actuel pour le reste de l'année 2025, avant d'atteindre un point bas de 1,5 % environ au premier trimestre 2026. Comparativement à la projection de référence de juin, cela implique un écart négatif à court terme légèrement plus faible par rapport à la cible d'inflation en raison de l'évolution à

la hausse de la variation des prix de l'énergie. Selon l'enquête réalisée en juillet auprès des analystes monétaires et la dernière enquête auprès des prévisionnistes professionnels, les anticipations concernant l'inflation totale sont globalement conformes aux projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, à l'exception du fait que ces enquêtes font état d'un plus faible écart d'inflation négatif par rapport à la cible, compris entre 0,1 et 0,2 point de pourcentage en 2026, soit moins que le niveau de 0,4 point de pourcentage prévu dans les projections de juin. D'après l'enquête sur les anticipations des consommateurs, les anticipations d'inflation à court terme des consommateurs ont diminué en mai et en juin, inversant l'augmentation des mois précédents. La dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement indique également une baisse des anticipations d'inflation à court terme des entreprises. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme continuent de s'établir autour de 2 %, favorisant la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible du Conseil des gouverneurs. Toutefois, les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché indiquent une trajectoire d'inflation inférieure à 2 % au cours des quatre prochaines années.

S'agissant de l'environnement extérieur, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production mondiale hors zone euro a légèrement diminué en moyenne au deuxième trimestre pour revenir à 51,4, après 52,0 au premier trimestre, reflétant des baisses dans le secteur manufacturier comme dans les services. Les données disponibles suggèrent que la croissance des importations mondiales diminuera au deuxième trimestre, après les fortes importations anticipées observées au premier trimestre en prévision d'une hausse des droits de douane. Si des droits de douane plus élevés étaient susceptibles de remodeler les flux commerciaux internationaux et de constituer un défi pour la logistique, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales sont restées contenues d'après les données disponibles et les participants à la dernière enquête téléphonique auprès des entreprises.

L'euro s'est apprécié de 2,5 % vis-à-vis du dollar américain depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin et de 4,0 % depuis la date d'arrêté des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. En termes effectifs nominaux, l'euro s'est apprécié de 1,9 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin et de 2,6 % depuis les projections de juin. Les prix du Brent ont augmenté de 6 % depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin et ont affiché une forte volatilité liée aux tensions au Moyen-Orient. Par rapport aux niveaux observés lors de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les prix des contrats à terme sur le pétrole ont augmenté sur l'ensemble de l'horizon de projection, en particulier sur la partie courte de la courbe. Par rapport aux projections de juin, la courbe des contrats à terme s'est établit à un niveau supérieur de 5 % à fin 2026 et de 3 % à fin 2027. En revanche, les prix du gaz en Europe se sont établis 6 % au-dessous de leur niveau au moment des projections de juin, mais les contrats à terme sur le gaz étaient légèrement plus élevés pour 2027.

En partie sous l'effet des réductions antérieures des taux directeurs décidées par le Conseil des gouverneurs, l'économie de la zone euro a, jusqu'à présent, globalement bien résisté dans un

contexte mondial difficile. Au premier trimestre 2025, l'économie a enregistré une croissance plus importante que prévu. Cette évolution a été soutenue par des exportations effectuées par anticipation en prévision des augmentations attendues des droits de douane, en particulier dans le secteur pharmaceutique irlandais. La consommation privée et les investissements ont également apporté une contribution positive à la croissance, tandis que les stocks ont contribué négativement.

Des signes indiquent que certains sous-secteurs manufacturiers continuent d'anticiper leur activité à la suite du report des décisions américaines concernant les droits de douane. L'indice PMI pour la production manufacturière dans la zone euro a augmenté en moyenne au deuxième trimestre, pour s'établir à 51,3, après 48,8 au premier trimestre, indiquant la première expansion trimestrielle en trois ans. Toutefois, les indices PMI prospectifs pour les nouvelles commandes et les nouvelles commandes à l'exportation dans le secteur manufacturier suggèrent uniquement une stabilisation du niveau d'activité plutôt qu'une expansion substantielle. L'indice PMI pour les services et l'indice composite des directeurs d'achat pour la production indiquent un rythme de croissance modéré. Dans l'ensemble, et comme prévu, les informations disponibles continuent de suggérer une modération de l'activité économique, l'incertitude restant élevée. Si les dernières données ont montré une certaine amélioration par rapport au repli enregistré en avril, le niveau encore faible de la confiance des consommateurs devrait freiner les dépenses de consommation privées à court terme. Face à des droits de douane effectifs et attendus plus élevés, à l'appréciation de l'euro et aux incertitudes géopolitiques persistantes, les entreprises ont également davantage hésité à investir.

Dans le même temps, les perspectives en matière de demande intérieure ont continué d'être soutenues par un certain nombre de facteurs. L'assouplissement des conditions de financement a favorisé l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises. La consommation a continué de bénéficier de la hausse des revenus réels, de la solidité des bilans du secteur privé et de la vitalité du marché du travail. À plus long terme, l'augmentation des investissements publics dans la défense et les infrastructures devrait également soutenir la croissance.

Le taux de chômage est resté pratiquement inchangé au cours de l'année écoulée et s'est établi à 6,3 % en mai. L'emploi a augmenté de 0,2 % au premier trimestre, après 0,1 % au quatrième trimestre 2024. La croissance du PIB en volume s'étant redressée par rapport à la croissance de l'emploi, la productivité, mesurée tant par nombre d'heures travaillées que par travailleur, s'est améliorée. Dans le même temps, les indices PMI relatifs à l'emploi sont restés atones et le nombre d'offres d'emploi a diminué, indiquant une poursuite du ralentissement progressif de la demande de main-d'œuvre.

S'agissant des échanges commerciaux, la récente appréciation de l'euro a pesé sur la compétitivité des entreprises de la zone euro, aussi bien en termes d'exportations que de compétitivité vis-à-vis des importations moins chères sur le marché domestique. La compétitivité des prix chinois s'est de nouveau renforcée et les importations en provenance de Chine ont fortement augmenté depuis le début de l'année. Cela suggère une certaine réorientation des échanges commerciaux vers la zone

euro, comme l'indiquent également les sociétés contactées, mais cela pourrait également refléter un approvisionnement en consommations intermédiaires visant à anticiper les futures exportations de la zone euro.

Les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. Les principaux risques incluent une nouvelle intensification des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes qui y sont associées, qui pourraient limiter les exportations et freiner l'investissement et la consommation. 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. 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. En revanche, une résolution rapide des tensions commerciales et géopolitiques pourrait stimuler la confiance et l'activité. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, associée à des réformes visant à accroître la productivité, favoriserait la croissance. Une plus grande confiance des entreprises faciliterait aussi les investissements privés.

Les perspectives d'inflation sont plus incertaines que d'ordinaire, en raison de la volatilité des politiques commerciales dans le monde. Avec l'appréciation de l'euro, le ralentissement de l'inflation pourrait être plus marqué qu'attendu. En outre, l'inflation pourrait être plus faible 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 ainsi également reculer l'inflation. En revanche, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse et renforçait les contraintes de capacité 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.

Depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, les marchés financiers ont connu une certaine volatilité dans un contexte d'intensification temporaire des tensions géopolitiques et d'incertitude persistante concernant les échanges commerciaux. Les taux d'intérêt de marché, surtout sur les échéances plus longues, se sont accrus depuis la dernière réunion. Dans le même temps, les réductions passées des taux d'intérêt décidées par le Conseil des gouverneurs ont continué d'abaisser le coût des emprunts des entreprises. Le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts aux entreprises est revenu à 3,7 % en mai, après 3,8 % en avril. Le coût du financement par endettement de marché a aussi baissé pour s'établir à 3,6 % en mai. Le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires n'a quasiment pas varié depuis le début de l'année et s'est élevé à 3,3 % en mai.

La dynamique du crédit est demeurée modérée dans l'ensemble. Le taux de croissance des prêts aux entreprises s'est modéré pour ressortir à 2,5 % en mai. Toutefois, les émissions d'obligations d'entreprises ont été plus soutenues, avec un taux de croissance annuel de 3,4 %. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire pour la zone euro, la demande de prêts des entreprises est restée globalement faible dans un contexte d'incertitude mondiale et de tensions commerciales, malgré un léger redressement lié à la baisse des taux d'intérêt. Le tableau dressé par les banques dans l'enquête sur la distribution de crédit bancaire d'une offre de crédit aux entreprises largement inchangée et d'une faible demande de prêts dans l'ensemble est globalement conforme aux évolutions déclarées par les entreprises dans la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement. L'atonie de la demande de prêts est également en ligne avec l'approche « attentiste » en matière d'investissement signalée par les participants à l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises. La croissance des prêts hypothécaires s'est toutefois légèrement accélérée, passant de 1,9 % en avril à 2,0 % en mai, dans un contexte de forte augmentation de la demande.

Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les critères d'octroi de prêts aux entreprises sont restés globalement inchangés au deuxième trimestre, après deux trimestres consécutifs de durcissement. Même si les inquiétudes des banques relatives aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés ont eu un effet de durcissement sur les critères d'octroi, cette tendance a été en grande partie compensée par un renforcement de la concurrence entre prêteurs. Les critères d'octroi pour les prêts hypothécaires se sont légèrement durcis au deuxième trimestre.

Réflexions et options possibles de politique monétaire

En résumé, les informations économiques et financières disponibles sont globalement conformes à l'évaluation précédente par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation, et le profil de risque est comparable à celui observé avant la réunion précédente. Dans les conditions actuelles, il est fortement préférable d'attendre des informations supplémentaires pour étayer cette évaluation. En particulier, les issues des négociations commerciales en cours, qui constituent une source d'incertitude importante assombrissant les perspectives, pourraient se préciser au cours des semaines et des mois à venir.

Sur la base de cette évaluation, M. Lane a proposé de maintenir inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Conformément à la déclaration relative à la stratégie actualisée de politique monétaire, M. Lane a proposé d'ajuster la formulation de la fonction de réaction comme suit : « Nos décisions relatives aux taux directeurs seront fondées sur notre 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 ».

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de la situation mondiale, au premier trimestre 2025, l'économie s'est montrée plus résiliente qu'anticipé dans les projections des services de l'Eurosystème de juin, à la fois en termes d'activité économique globale et de performances commerciales. Aux États-Unis, le ralentissement attendu ne s'est pas encore concrétisé, et le marché du travail semble demeurer solide. En Chine, la croissance économique est également restée résiliente, les résultats du deuxième trimestre étant supérieurs aux projections. Les principaux marchés d'actions mondiaux ont approché leurs points hauts historiques, en partie en raison de bénéfices meilleurs qu'anticipé. Néanmoins, une décélération de la croissance du PIB mondial et des échanges est toujours attendue en 2025 par rapport à 2024. De plus, pour les États-Unis et la Chine, les prévisions économiques disponibles pour 2025 et 2026 restent plus faibles que celles produites avant l'intensification des tensions commerciales en avril. Comme prévu, certains éléments ont indiqué un ralentissement de l'activité économique et des échanges commerciaux à l'échelle mondiale au deuxième trimestre 2025. Une question essentielle de la discussion a été de savoir dans quelle mesure la résilience apparente du premier trimestre 2025 est le reflet d'une concentration de l'activité et des échanges commerciaux en début de période en réaction à la menace d'imposition de droits de douane en avril, ou si l'impact des droits de douane et de l'incertitude aurait pu être plus faible qu'envisagé précédemment.

En ce qui concerne l'issue possible des négociations commerciales en cours avec les États-Unis, le sentiment général est que, premièrement, l'incertitude reste très élevée et, deuxièmement, le niveau effectif des droits de douane qui seront finalement appliqués à la zone euro sera probablement plus élevé que prévu dans le scénario de base des projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème, mais pas aussi important que dans le scénario sévère. Il a été indiqué que les marchés semblent moins réactifs aux nouvelles concernant les droits de douane, en particulier par rapport aux évolutions d'avril. Il est difficile de savoir si les intervenants de marché font abstraction du « bruit » dans les annonces liées aux échanges commerciaux et attendent des décisions effectives, s'ils constatent une plus grande résilience de l'économie mondiale ou s'ils considèrent que les effets probables des droits de douane actuellement en discussion sont plus modérés qu'évalué précédemment. Toutefois, il a également été mentionné que les marchés pourraient se montrer exagérément confiants et avoir une réaction plus défavorable une fois les négociations conclues, en particulier si le résultat s'avère plus mauvais qu'attendu initialement. En ce qui concerne l'impact possible sur l'inflation dans l'économie mondiale et dans l'économie de la zone euro, l'une des questions était de savoir s'il prendrait la forme d'effets ponctuels sur le niveau des prix ou d'effets inflationnistes persistants. Dans l'environnement actuel de demande agrégée relativement faible et de tensions sous-jacentes modérées sur les prix, la première possibilité semble plus probable que la

seconde. Il a cependant été avancé qu'une plus grande fragmentation des échanges pourrait donner lieu à des tensions sur les coûts plus généralisées et plus durables du côté de l'offre, faisant peser des risques à la hausse sur l'inflation, en dépit de données limitées à ce jour sur l'existence de goulets d'étranglement importants dans les chaînes d'approvisionnement.

Il a été envisagé qu'indépendamment du résultat des négociations commerciales entre l'UE et les États-Unis, la réaction des exportateurs chinois aux droits de douane américains qui leur sont imposés pourraient avoir des conséquences importantes à l'échelle mondiale et pour la zone euro. En effet, certains effets sont déjà visibles. Ainsi, le volume des exportations chinoises vers l'UE (ainsi que vers d'autres économies de l'Asie) a augmenté et leur prix moyen a diminué. Ce type de dynamique complique l'activité des producteurs de l'UE, car ils font face à une concurrence accrue au moment même où ils pourraient souhaiter compenser d'éventuelles pertes de ventes aux États-Unis en réorientant les ventes vers d'autres pays de l'UE ou hors UE. Dans le même temps, il a été relevé que l'augmentation observée des importations en provenance de Chine est concentrée dans les biens intermédiaires, reflétant une possible concentration de l'activité en début de période. Cela pourrait indiquer une situation plus favorable, car cela pourrait dynamiser la compétitivité des entreprises européennes (et cela atténuerait aussi les tensions possibles sur les prix des biens industriels non énergétiques). L'effet sur l'inflation dépend de la répercussion ou non sur les prix des baisses du coût de ces importations.

S'agissant de l'impact possible des taux de change sur l'activité et les prix, il a été avancé que les taux de change bilatéraux (et en particulier le taux de change USD/EUR) et les indices pondérés plus larges donnent des informations différentes sur l'ampleur de l'appréciation la plus récente de l'euro. Le taux de change nominal effectif par rapport à un large éventail de 41 devises est désormais à son niveau le plus haut depuis la création de l'euro. Par rapport au dollar américain, l'euro se situe au-dessus des niveaux moyens sur les dix dernières années, même s'il se situe à peu près au niveau moyen pour l'ensemble de la période depuis sa création. Son appréciation récente par rapport au dollar américain a, en tout état de cause, été plus importante que celle du taux effectif nominal. Dans le même temps, il a été souligné que l'effet des taux de change sur la production et l'inflation dépend de la nature et de la durée des chocs et des déterminants sous-jacents. Normalement, la monnaie d'un pays imposant des droits de douane devrait s'apprécier, mais d'autres facteurs peuvent avoir l'effet inverse, et notamment les évolutions de la demande relative, les politiques budgétaires et monétaires, et les sentiments à l'égard du marché et du risque.

À cet égard, il a été fait référence aux modèles suggérant que les effets de la demande relative ont contribué à l'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain, bien que cela soit largement attribuable à la faiblesse du dollar américain. Il a été affirmé que la transmission des prix à la consommation serait probablement limitée, l'effet modérateur de prix à l'importation plus faibles pouvant être partiellement compensé par des tensions sur les prix plus marquées résultant de la hausse de la demande intérieure. La forte corrélation qui existait auparavant entre le taux de change

effectif nominal de l'euro et le taux de change USD/EUR a diminué au cours des dix dernières années, principalement en raison de la faiblesse des devises asiatiques malgré la croissance économique rapide récente en Asie. Néanmoins, les évolutions du taux de change au cours des derniers mois semblent également avoir une dimension structurelle et seraient peu susceptibles de s'inverser à court terme.

Il a été longuement débattu du rôle de l'incertitude, qui reste très élevée, tant en matière de politique commerciale que de géopolitique. Il a été noté que, bien que les mesures de l'incertitude politique restent élevées, les mesures de la volatilité des marchés semblent contenues. D'une part, ce découplage suggère que l'incertitude pourrait ne pas avoir un impact aussi négatif qu'envisagé auparavant. Cela est appuyé par certaines analyses de marché ainsi que par la résilience observée de l'économie mondiale et de l'économie de la zone euro. En outre, les risques et l'incertitude pourraient ne pas être aussi prolongés et préjudiciables que prévu dans le scénario commercial défavorable des projections de juin. D'autre part, il existe des inquiétudes quant à l'effet insidieux et durable de l'incertitude, car les entreprises et les consommateurs sont susceptibles de conserver une attitude attentiste et de retarder leurs décisions d'investissement et de consommation, comme le rapportent les entreprises dans l'enquête téléphonique auprès des entreprises. Enfin, les membres du Conseil ont jugé que l'incertitude (relative au commerce et aux évolutions géopolitiques) resterait une caractéristique-clé des perspectives économiques pour le monde et la zone euro pendant un certain temps encore.

S'agissant de l'activité économique dans la zone euro, les membres du Conseil des gouverneurs ont largement exprimé leur accord avec l'évaluation présentée par M. Lane. Même si les données pour le premier trimestre 2025 constituent une surprise positive, le tableau d'ensemble des projections macroéconomiques de juin 2025 devrait globalement rester valable. La prédiction formulée dans les projections de juin était que l'activité économique dans la zone euro en début d'année avait probablement été soutenue par une concentration de l'activité et des échanges commerciaux en début de période, en prévision de l'imposition de droits de douane, mais que la croissance économique se ralentirait sensiblement vers le milieu de l'année 2025. Il a été observé que le résultat élevé au premier trimestre n'influe pas sur les fondamentaux sous-jacents, qui indiquent une croissance économique continue mais fragile. Dans le même temps, il a été avancé que la concentration de l'activité en début de période ne peut expliquer à elle seule la reprise de la croissance. La composition de la croissance du PIB au premier trimestre montre que la consommation et l'investissement ont apporté une contribution significative, ce qui suggère une accélération de la dynamique économique au-delà de la concentration des exportations en début de période. De plus, les anticipations en matière de production future devraient être nettement plus faibles si la concentration était le seul déterminant.

Les dernières données semblent confirmer que les perspectives globales incluses dans les projections de juin 2025 se sont largement maintenues. Les données de l'indice des directeurs d'achat

pour juin (et les données de juillet publiées le jeudi 24 juillet), tout en restant supérieures au seuil de 50 et suggérant ainsi une expansion, demeurent à un niveau relativement modeste et atone par rapport aux données historiques. Les estimations de la croissance du PIB en volume dans la zone euro au deuxième trimestre 2025, y compris celles tirées d'enquêtes, suggèrent une activité globalement stable avec une croissance pratiquement nulle. Les prévisions pour le troisième trimestre sont légèrement plus positives, mais restent également modérées. Il a été noté que la configuration actuelle de données quantitatives solides (pour le premier trimestre) et de données qualitatives plus faibles (pour les deuxième et troisième trimestres) était particulièrement difficile à évaluer. À cet égard, il a été souligné que les données qualitatives suggèrent une situation plus favorable qu'au moment de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs. Le sentiment au sein des entreprises s'est amélioré en juin, ce que reflète la hausse notable de leurs anticipations concernant la production future. Dans le secteur manufacturier en particulier, l'indice PMI prospectif relatif aux anticipations des entreprises s'est inscrit en hausse, au niveau le plus élevé depuis trois ans. En outre, la production industrielle a rebondi fortement en mai et son niveau au deuxième trimestre est jusqu'à présent supérieur à celui du premier trimestre, hors construction.

Conformément aux anticipations, la consommation privée a continué d'apporter une contribution positive à la croissance économique de la zone euro au premier trimestre, et cela devrait se poursuivre. Toutefois, cette contribution s'est avérée relativement modeste, les déterminants sous-jacents ne permettant pas d'entrevoir une accélération significative de la croissance de la consommation. En particulier, l'incertitude des consommateurs a diminué, tout en restant relativement élevée. De la même manière, la confiance des consommateurs, bien qu'elle se soit améliorée depuis avril, est restée relativement faible. La rémunération des salariés a continué d'augmenter, mais le taux de croissance s'est ralenti. Ainsi, toute accélération de la croissance de la consommation est conditionnée à une baisse du taux d'épargne, qui s'est en réalité accru au premier trimestre 2025. Dans l'ensemble, la croissance continue des revenus du travail et l'incidence des baisses passées des taux directeurs sont considérées comme un contexte favorable et justifient la confiance dans la contribution positive attendue de la consommation privée au cours de la période à venir.

L'investissement résidentiel comme celui des entreprises ont largement surpris à la hausse au premier trimestre 2025, par rapport aux projections de juin, mais la croissance de l'investissement pour le reste de 2025 est perçue comme plus modeste. Dans l'enquête téléphonique auprès des entreprises, celles-ci ont déclaré que l'incertitude élevée autour des échanges commerciaux les a incitées à adopter une approche attentiste en ce qui concerne la formation de capital. Néanmoins, le mécanisme d'« accélérateur » devrait finir par soutenir l'investissement des entreprises, du fait de la croissance de l'économie. Le marché du logement semble avoir passé un cap, et l'investissement dans l'immobilier résidentiel a enregistré une hausse robuste de 0,7 % en rythme trimestriel au premier trimestre. La hausse de l'investissement total dans la construction a également été soutenue, bénéficiant des investissements dans les infrastructures. Les indications issues des enquêtes de la Commission européenne et auprès des directeurs d'achat ont cependant été relativement faibles vers la fin du

deuxième trimestre. Dans l'ensemble, l'investissement dans l'immobilier résidentiel se situe sur une trajectoire haussière et devrait contribuer de manière modérée à la croissance économique pour le reste de 2025. Parallèlement, les indices PMI pour les biens d'équipement se sont fortement améliorés, se déplaçant en territoire expansionniste.

Les exportations ont affiché une croissance relativement solide au cours des trois premiers mois de 2025, mais les données pour avril et mai suggèrent un ralentissement marqué. De plus, une grande partie de la hausse absolue des exportations de la zone euro vers les États-Unis en mars provenait d'Irlande, en particulier dans le secteur pharmaceutique. En ce qui concerne les indices standard des tensions sur la chaîne d'approvisionnement, une légère augmentation a été enregistrée au premier semestre 2025, mais les niveaux de ces indices sont restés largement au-dessous des précédents pics observés en 2020-2022.

Les membres du Conseil ont observé que les marchés du travail de la zone euro restent résilients. En mai, le taux de chômage s'est établi à un niveau proche de son point bas historique, et l'emploi a poursuivi sa croissance. Les anticipations des ménages relatives au chômage sont restées faibles, soutenant la consommation. Néanmoins, certains signes d'affaiblissement ont été observés, avec une baisse notable du nombre de postes vacants et un indice PMI composite relatif à l'emploi oscillant autour du seuil de 50, ce qui indique une situation inchangée. Les données relatives aux entrées et sorties du marché du travail incitent également à la prudence dans l'évaluation des conditions qui prévalent sur le marché du travail.

S'agissant des politiques budgétaires et structurelles, les membres du Conseil ont estimé qu'il est plus que jamais essentiel dans l'environnement actuel de renforcer rapidement la zone euro et son économie. Les politiques budgétaires et structurelles devraient améliorer la productivité, la compétitivité et la capacité de résistance de l'économie. Il appartient aux gouvernements de privilégier les réformes structurelles et les investissements stratégiques favorables à la croissance tout en assurant la pérennité des finances publiques. Il importe d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement ainsi que l'union bancaire, selon un calendrier clair et ambitieux, et de rapidement mettre en place le cadre législatif nécessaire à l'introduction éventuelle d'un euro numérique. Les membres du Conseil ont salué l'engagement de l'Eurogroupe à améliorer l'efficacité, la qualité et la composition des dépenses publiques et soutiennent les efforts des autorités européennes visant à préserver les bénéfices mutuels du commerce mondial. Toutefois, des craintes ont été exprimées quant au fait que les gouvernements nationaux et les autorités de l'UE ne manifestent pas un sentiment d'urgence et une ambition suffisants, alors que ceux-ci sont plus que jamais nécessaires.

En ce qui concerne les perspectives budgétaires, les membres du Conseil ont noté que les augmentations prévues des dépenses de défense dans de nombreuses économies, ainsi que les plans de dépenses plus importants dans la première économie de la zone euro en particulier, soutiendraient l'activité économique. Toutefois, cela ne se concrétiserait probablement qu'en 2026 ou plus tard, et d'autres économies de la zone euro sont susceptibles de connaître une situation

budgétaire plus tendue. Dans le même temps, il a été fait référence aux signes d'une dynamique croissante dans la première économie de la zone euro, compte tenu des annonces récentes de plans d'investissement privés et publics. Les mesures de soutien budgétaire dans cette économie semblent introduites plus tôt que prévu, ce qui donne lieu à des investissements privés supplémentaires. À l'inverse, les annonces provisoires concernant la deuxième économie de la zone euro laissent présager un resserrement de la politique budgétaire, en particulier pour 2026. Certaines analyses, qui suggèrent que les expansions budgétaires financées par des niveaux de dette structurellement plus élevés pourraient créer un environnement plus inflationniste, ont suscité de l'inquiétude.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont considéré que les risques pesant sur la croissance économique restent orientés à la baisse. En particulier, une nouvelle aggravation des tensions commerciales dans le monde et les incertitudes associées pourraient limiter les exportations et freiner l'investissement et la consommation. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers pourrait entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque, ce qui découragerait les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Les tensions géopolitiques, tenant notamment à la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et au conflit tragique au Moyen-Orient, demeurent une source d'incertitude majeure. En revanche, une résolution rapide des tensions commerciales et géopolitiques pourrait améliorer la confiance et stimuler l'activité. Une augmentation des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures, conjuguée à des réformes pour renforcer la productivité, contribuerait à la croissance. Une amélioration de la confiance des entreprises stimulerait également l'investissement privé.

Dans ce contexte, il a été estimé que, même si les risques pesant sur les perspectives à court terme ont pu s'orienter à la hausse en raison des données solides du premier trimestre, dans la mesure où celles-ci reflètent une concentration de l'activité en début de période plus forte que prévu, les risques pour 2026 pourraient s'être orientés encore plus à la baisse, car une croissance trimestrielle plus faible au cours des trimestres restants de 2025 aurait une incidence sur les résultats de 2026. En ce qui concerne 2025, il a été souligné que la forte croissance enregistrée au premier trimestre 2025 implique une « croissance acquise » de 1,1 % pour 2025 dans l'ensemble (dans l'hypothèse d'une croissance nulle au cours des trimestres restants), par rapport aux 0,9 % attendus dans les projections de juin.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation d'ensemble selon laquelle l'inflation évolue globalement comme prévu. L'inflation totale s'est établie à 2,0 % en juin, et les mesures de l'inflation sous-jacente se sont rapprochées de 2 %. L'augmentation des prix de l'énergie depuis la dernière réunion (partiellement atténuée par l'appréciation de l'euro) a réduit l'ampleur du repli temporaire de l'inflation sous la cible attendu pour 2026. L'année prochaine, l'inflation devrait être de 1,8 % selon les résultats de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et la fixation des prix sur les marchés, et de 1,9 % selon les résultats de l'enquête auprès des analystes monétaires. De manière générale, l'évolution de l'inflation totale et de ses

principales composantes est considérée comme globalement rassurante. Dans le même temps, l'inflation intérieure, et la hausse des prix des services en particulier, demeurent élevées, la forte baisse attendue reposant sur la concrétisation d'une nouvelle modération des salaires. En outre, en incluant les logements occupés par leur propriétaire, l'inflation est actuellement plus élevée d'environ 0,2 point de pourcentage.

Parmi les principales composantes, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques est restée stable, à un taux modéré. Deux facteurs principaux devraient contribuer à maintenir cette modération. Premièrement, l'appréciation de l'euro devrait continuer à faire baisser les prix à l'importation. Deuxièmement, la pénétration croissante des importations en provenance de la Chine a également un effet modérateur. Dans le même temps, la possibilité d'une fragmentation des chaînes d'approvisionnement a été considérée comme un facteur potentiel de hausse, bien que cela n'apparaisse pas clairement dans les données actuelles. Néanmoins, il a été avancé que les effets du côté de l'offre – en particulier les perturbations potentielles des chaînes d'approvisionnement, comme celles observées pour les terres rares, et les chocs liés à la hausse des coûts qui se répercutent sur les chaînes de valeur mondiales – doivent être davantage pris en compte dans l'analyse de scénarios réalisée par les services de la BCE sur l'effet inflationniste des droits de douane et d'autres restrictions commerciales.

En ce qui concerne les prix des produits alimentaires, les cours internationaux des matières premières ont reculé par rapport aux niveaux élevés observés pendant la majeure partie des douze derniers mois. Ils demeurent toutefois un facteur de risque, compte tenu notamment des phénomènes météorologiques extrêmes qui touchent de nombreuses régions d'Europe. La hausse des prix des services a continué de montrer des signes de modération, en ligne avec les anticipations.

La dynamique de la hausse des prix des services est restée élevée, à 4 %, mais devrait se modérer significativement au cours des prochains mois, reflétant en partie un ralentissement de la croissance des salaires.

Les mesures des anticipations d'inflation à long terme extraites des instruments de marché et d'enquêtes sont généralement considérées comme ancrées au niveau de la cible de 2 %. En outre, selon l'enquête sur les anticipations des consommateurs, les anticipations d'inflation à court terme (à un an) des consommateurs en mai et juin 2025 ont annulé les augmentations observées en mars et avril. Les anticipations d'inflation des entreprises pour la même période, et surtout celles des grandes entreprises, ont également diminué en juin.

S'agissant des salaires, les membres du Conseil ont estimé que les dernières informations disponibles concernant les négociations salariales et les données tirées d'enquêtes leur donnaient confiance dans le fait que la modération actuelle de la croissance des salaires était en bonne voie. Le taux de croissance de la rémunération par tête, bien qu'ayant surpris à la hausse, est revenu à 3,8 % au premier trimestre 2025, après 4,1 % au quatrième trimestre 2024. De plus, les dernières données tirées de l'outil de suivi des salaires de la BCE et relatives aux salaires négociés indiquent

une modération significative de la croissance des salaires au cours du second semestre de l'année et une hausse moyenne des salaires en 2025 nettement inférieure à son niveau de 2024. Il est encourageant que cette évaluation soit étayée par les données tirées de différentes enquêtes. Dans le même temps, les récents résultats de l'enquête réalisée par téléphone auprès des entreprises suggèrent une croissance des salaires légèrement plus élevée que lors de la campagne précédente. Il a également été noté que le contenu en information de l'outil de suivi des salaires pour les périodes ultérieures était assez limité. De plus, une nouvelle baisse des coûts unitaires de main-d'œuvre, après la diminution enregistrée au premier trimestre, reste dépendante d'un rebond de la productivité et de l'absence de détérioration durable du côté offre de l'économie, y compris résultant de la fragmentation des échanges commerciaux.

S'agissant de l'évaluation du risque, les membres du Conseil des gouverneurs ont estimé que les perspectives d'inflation étaient plus incertaines que d'habitude, en raison de la volatilité des politiques commerciales dans le monde. S'agissant des risques à la baisse, avec l'appréciation de l'euro, le ralentissement de l'inflation pourrait être plus marqué qu'attendu. De plus, l'inflation pourrait se révéler plus faible si l'augmentation des droits de douane entraînait une baisse de la demande d'exportations adressée à la zone euro et incitait les pays en surcapacité à rediriger leurs exportations 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 ainsi également reculer l'inflation. En revanche, s'agissant des risques à la hausse, l'inflation pourrait être plus forte si une fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales poussait les prix à l'importation à la hausse et renforçait les contraintes de capacité au sein de la zone euro. Un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures pourrait également attiser l'inflation à moyen terme. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé. Dans ce contexte, les tensions commerciales actuelles et la possibilité de contre-mesures de la part des autorités de l'UE ont été vues comme entraînant un risque à la hausse sur l'inflation.

S'agissant de l'analyse monétaire et financière, les taux d'intérêt de marché – en particulier pour les échéances plus longues – ont augmenté depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 4 et 5 juin. Les intervenants de marché ont attribué une probabilité presque nulle à une réduction des taux lors de la présente réunion mais intégraient totalement dans leurs prix une nouvelle baisse de 25 points de base d'ici à la fin de l'année. Les prix des options indiquent une probabilité moins élevée de réductions plus importantes que lors de la réunion de juin. Si les rendements à plus long terme se sont inscrits en hausse récemment, ils n'ont pas augmenté par rapport à leurs niveaux d'avant avril, contrairement à ceux des autres grandes économies. Cette situation est en partie attribuable à des mouvements de report vers les valeurs refuge à destination de la zone euro qui ont généré un assouplissement des conditions financières ayant contribué à contrebalancer le resserrement causé par l'appréciation de l'euro. De fait, les indices

standard indiquent que les conditions financières sont assez accommodantes par rapport à leur niveau de début 2022. Dans le même temps, les rendements à long terme de la zone euro ont sensiblement augmenté depuis le début de l'année, malgré la baisse de 100 points de base du taux de la facilité de dépôt enregistrée depuis lors.

Les marchés financiers au sens large se sont montrés assez optimistes quant à l'avenir. Les principaux marchés boursiers mondiaux se sont redressés depuis les points bas observés début avril et sont désormais proches de leurs niveaux records. Ces évolutions pourraient être liées à la perception d'une économie mondiale plus forte que prévu précédemment et de meilleurs bénéfices attendus et anticipations de bénéfices. Les marchés financiers de la zone euro ont également continué de bien fonctionner, malgré une volatilité temporaire.

Les marchés financiers ont été vus comme intégrant dans leurs prix un scénario favorable concernant les échanges commerciaux, et les intervenants de marché pourraient potentiellement être devenus trop optimistes, car ils sont désormais plus habitués aux nouvelles négatives et à l'incertitude relative aux politiques commerciales provenant des États-Unis. En particulier, les prix des actifs risqués n'ont été que très peu affectés par les dernières nouvelles en matière de droits de douane. On a également observé une déconnexion entre le calme relatif des marchés financiers et l'incertitude liée au commerce mondial. Cela peut constituer une source de préoccupation, car cela pourrait accroître le risque de perturbation des marchés dans le futur. Même si les économies ont jusqu'à présent plutôt bien résisté face aux tensions commerciales, cela pourrait ne pas continuer. Il a également été avancé que la réaction limitée des marchés aux récentes nouvelles relatives aux échanges commerciaux pourrait provenir du fait que l'impact des droits de douane et l'effet de l'incertitude qui y est associée pourraient être moins prononcés que l'on pensait et moins élevés que ne le reflètent les modèles standard.

S'agissant des conditions du financement par endettement, la transmission des réductions passées des taux d'intérêt continue de rendre les emprunts des entreprises plus abordables pour le financement tant par obligations que par emprunt. Le coût du financement par endettement de marché a également diminué. En revanche, le taux d'intérêt moyen appliqué aux nouveaux prêts hypothécaires a à peine évolué depuis le début de l'année. Dans le même temps, le taux de croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est modéré, revenant à 2,5 %, bien que les émissions d'obligations d'entreprises aient été plus fortes, avec un taux de croissance de 3,4 % en rythme annuel. Pour sa part, la croissance des prêts hypothécaires a légèrement augmenté, à 2,0 % en mai.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire pour la zone euro, les critères d'octroi des crédits aux entreprises sont demeurés largement inchangés au deuxième trimestre. Cela s'explique par une plus forte concurrence entre prêteurs qui a largement compensé le resserrement lié aux préoccupations des banques concernant les risques économiques auxquels sont confrontés leurs clients. Les critères d'octroi pour les prêts hypothécaires se sont légèrement resserrés. Il a été

jugé encourageant qu'il n'y ait eu qu'un resserrement marginal des critères d'octroi globaux au cours de la période récente malgré l'environnement macroéconomique volatil. La demande de prêts des entreprises a légèrement augmenté au deuxième trimestre, tandis qu'une forte hausse de la demande de prêts hypothécaires a été observée. La baisse des taux d'intérêt a été un facteur de soutien, en particulier pour les prêts hypothécaires accordés aux ménages, mais l'incertitude et les tensions commerciales au niveau mondial ont exercé un effet modérateur sur la demande de prêts des entreprises.

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 du Conseil ont salué le fait que l'inflation totale se situait actuellement au niveau de la cible de 2 % à moyen terme et ont jugé que les informations disponibles étaient globalement conformes à leur précédente évaluation des perspectives d'inflation. Le tableau ressortant des projections de base de juin établies par les services de l'Eurosystème n'a pas sensiblement évolué. De fait, les données récentes ont généralement validé le scénario de base, comme ce fut le cas pour l'année écoulée au moins, et l'inflation devrait à moyen terme se situer au niveau de sa cible, malgré une incertitude persistante et historiquement élevée entourant les perspectives d'inflation, liée à la volatilité des politiques commerciales dans le monde. Les anticipations d'inflation tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché sont également bien ancrées et cohérentes avec les perspectives centrales.

Dans ce contexte, la plupart des membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation sont globalement équilibrés. Il a été noté que la résistance de l'économie de la zone euro récemment observée dans les données avait déjà été largement intégrée dans les perspectives de base des projections de juin, qui ont été largement corroborées.

Plusieurs membres ont estimé que les risques pesant sur l'inflation étaient orientés à la baisse par rapport aux projections de juin, au moins pour les deux prochaines années. Les résultats probables des négociations commerciales devraient être plus mauvais que le scénario de droits de douane de 10 % pris pour hypothèse dans le scénario de base de juin, même s'ils devraient probablement se révéler meilleurs que le scénario sévère publié en juin. De plus, si les droits de douane s'établissaient à 15 % au moins au niveau mondial et nettement plus haut pour certains pays, cela représenterait une forte hausse susceptible d'entraîner un ralentissement significatif de l'économie mondiale, qui pourrait

à son tour exercer une pression à la baisse sur les prix de l'énergie. Plus généralement, on pourrait observer une pression à la baisse supplémentaire sur l'inflation en provenance des pays dotés de surcapacités réacheminant leurs exportations vers la zone euro. De plus, avec l'appréciation de l'euro, le ralentissement de l'inflation pourrait être plus marqué qu'attendu. Dans ce contexte, il a été noté que, dans les projections de juin, l'inflation devait déjà rester durablement inférieure à la cible pendant plusieurs trimestres de suite. La compensation de l'inflation extraite des instruments de marché indique également qu'en 2026, l'inflation, à 1,8 %, serait inférieure à 2 %, et qu'elle pourrait demeurer légèrement au-dessous de la cible à moyen terme. Il est important de garder à l'esprit que les projections établies par les services de l'Eurosystème et les anticipations de marché concernant le fait que l'inflation soit inférieure à la cible sont fondées sur une courbe des taux d'intérêt de marché qui implique encore une nouvelle baisse de taux d'intérêt.

Quelques membres du Conseil ont jugé les risques orientés à la hausse par rapport aux projections de juin, en particulier à moyen terme. Même si l'inflation totale se situe à la cible, cela tient en partie aux évolutions volatiles des prix de l'énergie et aux évolutions du taux de change, qui pourraient facilement s'inverser. De plus, même si l'inflation dans le secteur des services et son *momentum* devraient fortement baisser, ils restent actuellement élevés. Il a été soutenu que l'économie se révélait plus résistante que prévu, ce qui rend de moins en moins probable un niveau d'inflation durablement inférieur à la cible. Par conséquent, porter une attention excessive au fait que l'inflation manque sa cible par le bas ne semble pas se justifier. Le renchérissement du pétrole depuis la réunion de juin a compensé en partie les effets déflationnistes de l'appréciation de l'euro et réduit l'écart d'inflation négatif par rapport à la cible prévu en 2026, tandis que les récentes vagues de chaleur en Europe pourraient exercer une pression à la hausse sur les prix des produits alimentaires. De fait, les anticipations d'inflation médianes pour 2026 – selon les prix fixés par les marchés et les enquêtes auprès des intervenants de marché – ont été seulement légèrement inférieures à 2 % et nettement supérieures aux projections de juin, la balance des risques ressortant de l'enquête auprès des analystes monétaires et de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels ayant également été jugée orientée à la hausse pour les dernières années de l'horizon de projection. Les projections de base pourraient également sous-estimer l'impact inflationniste des ajustements de politique commerciale. Le potentiel de perturbations des chaînes d'approvisionnement, comme cela a déjà été observé pour les terres rares, et une réorientation stratégique par les entreprises en raison des tensions commerciales demeurent une préoccupation. Même s'il n'y a pas eu de signes généralisés de telles perturbations jusqu'à présent, l'expérience passée suggère que des perturbations ou une hausse des coûts pouvaient se répercuter le long des chaînes de valeur mondiales et affecter l'inflation plus largement. À moyen terme, un accroissement des dépenses consacrées à la défense et aux infrastructures dans la zone euro pourrait également se traduire par une inflation plus élevée. De plus, il a été avancé que les projections étaient susceptibles de sous-estimer les effets inflationnistes de l'expansion budgétaire mondiale. Enfin, une économie mondiale plus fragmentée et une pénurie de

main-d'œuvre croissante due aux évolutions démographiques font également peser des risques à la hausse sur l'inflation à moyen terme.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les mesures étaient généralement conformes à la cible de 2 % à moyen terme. À 2,3 %, l'inflation *core* est ressortie à son niveau le plus bas en plus de trois ans et devrait encore baisser, revenant à 2 % au début de l'année prochaine. Les tensions d'origine interne sur les prix ont continué de se relâcher, la croissance annuelle de la rémunération par tête s'étant ralentie au premier trimestre, bien qu'ayant surpris à la hausse. Cependant, conjuguée à l'augmentation plus forte de la productivité, cette évolution a entraîné un ralentissement de la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. Les indicateurs prospectifs, y compris l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires des entreprises, des consommateurs et des prévisionnistes professionnels, signalent un nouveau ralentissement de la hausse des salaires au moins jusqu'au début de l'année prochaine.

Enfin, la transmission de la politique monétaire se poursuit de façon harmonieuse. L'orientation de la politique monétaire s'est nettement assouplie, le taux de la facilité de dépôt ayant été abaissé de 200 points de base depuis le début du cycle d'assouplissement, et se transmet aux taux débiteurs et aux évolutions du crédit. Les réductions passées de taux d'intérêt et l'assouplissement des conditions de financement ont soutenu la demande intérieure, y compris sur le marché de l'immobilier résidentiel, sans en accélérer la croissance, et ont contribué à soutenir la résistance globale de l'économie de la zone euro dans un contexte mondial difficile. Il a été avancé que les taux d'intérêt soutenaient déjà significativement la demande de prêts et que l'impact des réductions passées de taux d'intérêt ne s'est pas encore pleinement fait sentir, une part de la transmission devant encore se matérialiser. Il a également été avancé que les évolutions du crédit allaient lentement dans la bonne direction et restaient globalement en ligne avec les tendances historiques. Il a été soutenu qu'en entraînant un niveau de dette structurellement plus élevé, la récente expansion budgétaire dans la zone euro pousserait à la hausse le taux d'intérêt neutre, rendant ainsi l'orientation actuelle de la politique monétaire plus expansionniste.

Toutefois, il a également été avancé que la transmission au crédit était lente et que la croissance du crédit restait faible. Cela est attribuable à une demande faible globalement et au resserrement accumulé des critères d'octroi, la croissance des concours au secteur privé étant bien inférieure aux moyennes historiques. De plus, le risque demeure qu'une détérioration de la confiance sur les marchés financiers puisse entraîner un durcissement des conditions de financement et une plus grande aversion au risque, décourageant les entreprises et les ménages d'investir et de consommer. Il a également été noté que le bilan de l'Eurosystème avait continué de se réduire et que cela impliquait un léger effet de resserrement sur les conditions financières. Dans le même temps, il a été rappelé que la réduction du bilan était très progressive et qu'une large partie de son impact avait déjà

été intégrée dans les prix. Par conséquent, même si la transmission de l'arrêt du réinvestissement des titres arrivant à échéance se poursuit encore dans une certaine mesure, l'effet en est minimal.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont soutenu la proposition présentée par M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Rien ne pousse dans l'immédiat à modifier les taux directeurs lors de la présente réunion. Les taux d'intérêt sont en territoire globalement neutre après huit baisses lors des neuf dernières réunions, les conditions financières sont restées globalement stables et les données disponibles depuis la réunion de juin ont confirmé que l'inflation et les perspectives d'inflation étaient satisfaisantes, l'inflation devant se stabiliser au niveau de la cible à moyen terme. L'environnement est resté exceptionnellement incertain, notamment en raison des différends commerciaux mais aussi des évolutions géopolitiques. Cette incertitude pourrait également justifier le maintien des taux d'intérêt à un niveau inchangé. En particulier, le maintien des taux directeurs à leurs niveaux actuels laisserait plus de temps pour observer le déroulement des négociations commerciales et pour évaluer de manière approfondie les conséquences de toute issue finale de ces négociations sur la trajectoire des taux d'intérêt. En outre, cela permettrait de poursuivre l'évaluation de la transmission des réductions passées des taux d'intérêt et d'évaluer les informations supplémentaires disponibles, notamment en ce qui concerne la production manufacturière, la réorientation du commerce, la hausse des prix des services, le taux de change et les évolutions sur les marchés financiers – également dans le contexte d'un nouvel ensemble de projections des services de la BCE/Eurosystème. Tout cela devrait faciliter, d'ici septembre, une meilleure compréhension de la manière dont l'économie réagit aux défis actuels, s'agissant notamment des forces de sens opposé qui obscurcissent actuellement les signaux de données, et de ce que cela implique pour les perspectives.

Bien qu'il ait été exprimé que les conditions actuelles seraient également cohérentes avec une nouvelle baisse des taux, en raison de risques à la baisse croissants pour la production et l'inflation, le maintien des taux d'intérêt à un niveau inchangé a été considéré comme une approche robuste de la gestion des chocs et des risques en sens opposé pesant sur l'inflation dans plusieurs scénarios plausibles. Dans l'ensemble, il existe actuellement une valeur d'option élevée liée au fait d'attendre l'obtention de davantage d'informations et la levée de certaines incertitudes.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont réaffirmé que le Conseil des gouverneurs reste résolu à assurer une stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme. Compte tenu de la déclaration relative à la stratégie de politique monétaire actualisée, les membres du Conseil se sont également accordés sur la modification de la formulation de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs en y ajoutant une référence aux risques entourant les perspectives d'inflation. En particulier, une description fidèle du processus conduisant aux

décisions du Conseil des gouverneurs relatives aux taux d'intérêt doit souligner que l'évaluation des perspectives d'inflation prend en compte les risques entourant ces perspectives, à la lumière des données économiques et financières disponibles, ainsi que la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs maintiendra également une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire et il ne s'engagera pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Compte tenu de l'incertitude exceptionnelle et du risque de chocs importants sur l'inflation et la croissance dans les deux sens, il est important pour le Conseil des gouverneurs d'adopter une perspective bilatérale, en conservant une totale optionalité pour ses prochaines réunions et en faisant preuve d'agilité pour réagir rapidement à des chocs importants si nécessaire. La communication devrait rester prudente et neutre et devrait éviter délibérément de fournir des informations sur les décisions futures concernant les taux d'intérêt. Dans le même temps, le cycle désinflationniste précédent étant pour l'essentiel terminé, la discussion est passée de la vitesse à laquelle les taux d'intérêt devraient être normalisés, dans le cadre d'une campagne de réduction des taux, à d'éventuels ajustements marginaux pour le reste de l'année 2025 compte tenu des perspectives économiques et des incertitudes actuelles. Cela implique de s'en remettre aux données de manière à évaluer comment des données devenues disponibles pourraient influencer les perspectives à moyen terme, plutôt que de réagir de manière excessive à des points de données individuels.

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 24 juillet 2025](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 23 et 24 juillet 2025

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Centeno

M. Cipollone

M. Demarco, qui remplace temporairement M. Scicluna

M. Dolenc, vice-gouverneur de la Banka Slovenije

M. Elderson

M. Escrivá

M. Holzmann

M. Kazāks

M. Kažimír

M. Lane

M. Makhlouf*

M. Müller*

M. Nagel

M. Panetta

M. Patsalides

M. Rehn*

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Šimkus

M. Sleijpen

M. Stournaras

M. Villeroy de Galhau*

M. Vujčić

M. Wunsch*

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

Autres participants

M. Dombrovskis, Commissaire**

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

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

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

** Conformément à l'article 284 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Personnes accompagnantes

M. Arpa

Mme Bénassy-Quéré

M. Debrun

M. Gilbert

M. Kaasik

M. Madouros

M. Martin

M. Mylonas

M. Nicoletti Altimari

M. Novo

M. Nuño

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šiaudinis

M. Šošić

M. Tavlás

M. Ulbrich

M. Välimäki

Mme Žumer Šujica

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 jeudi 9 octobre 2025.