



Réunion des 18 et 19 mars 2026

Compte rendu de la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne qui s'est tenue à Francfort-sur-le-Main le mercredi 18 et le jeudi 19 mars 2026

16 avril 2026

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

Évolutions sur les marchés financiers

Mme Schnabel a commencé sa présentation en indiquant que la période qui a suivi la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 4 et 5 février 2026 peut être divisée en deux phases distinctes. Pendant la première phase, jusqu'au début de la guerre au Moyen-Orient, l'environnement de faible volatilité et de forte appétence pour le risque s'est maintenu. Pendant la seconde phase, lorsque les prix de l'énergie ont fortement augmenté en réponse à la guerre, la volatilité s'est accrue sur les marchés d'actions, et surtout sur les marchés obligataires, et des cessions ont été enregistrées aussi bien sur les marchés des actifs risqués que sur les marchés obligataires.

Les prix du pétrole brut Brent ont dépassé 100 dollars le baril, atteignant des niveaux observés pour la dernière fois après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022. Les prix du gaz naturel ont fortement augmenté également, bien qu'ils soient restés bien inférieurs aux pics de 2022. Dans le même temps, la courbe des contrats à terme sur le pétrole brut Brent a enregistré un niveau de déport (*backwardation*, une forte pente négative) historiquement élevé, ce qui suggère que les opérateurs de marché s'attendaient à ce que l'envolée des prix du pétrole s'inverse rapidement. Cependant, au fil du temps, les opérateurs ont tempéré leurs anticipations d'inversion rapide de la flambée des prix de l'énergie. Depuis le début de la guerre, la courbe des contrats à terme sur le pétrole brut Brent s'est

progressivement déplacée vers le haut, pour s'établir à un niveau nettement supérieur à celui qui prévalait peu après le début de la guerre.

Une comparaison des réactions des marchés au cours de la première semaine de la guerre avec les chocs géopolitiques antérieurs assortis de hausses des prix de l'énergie montre que les réactions des prix des actions de la zone euro, du taux de change EUR/USD et de la volatilité des marchés financiers sont restées dans la limite supérieure des fourchettes historiques. Les marchés de taux d'intérêt ont réagi plus fortement comparativement aux régularités historiques. La hausse de la compensation de l'inflation à court terme s'est établie dans la limite supérieure de la fourchette observée lors des chocs précédents, à un niveau comparable uniquement à l'augmentation marquée intervenue après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022. Plus particulièrement, au cours des épisodes précédents, les taux des *swaps* au jour le jour sans risque (OIS) et les anticipations relatives aux taux directeurs ont eu tendance à baisser en réponse aux chocs sur les prix de l'énergie, les investisseurs ayant apparemment intégré l'incidence négative sur la croissance économique comme un facteur prépondérant par rapport à l'impulsion inflationniste. Cette fois, les marchés ont intégré l'idée selon laquelle les effets inflationnistes de la guerre prévaudraient, ce qui nécessiterait un resserrement de la politique monétaire.

Le choc sur l'offre d'énergie a eu un fort impact sur la compensation de l'inflation à court terme dans la zone euro. Les *inflation fixings* (hors tabac) pour 2026 ont nettement augmenté, et les taux à terme des *swaps* indexés sur l'inflation se sont établis au-dessus de 2 % sur l'ensemble des horizons. En revanche, la compensation de l'inflation à plus long terme est restée globalement stable, reflétant l'évaluation par les intervenants de marché de la crédibilité de la politique monétaire. Ces évolutions ont été déterminées, à parts globalement équivalentes, par la hausse des véritables anticipations d'inflation et par l'augmentation des primes de risque sur l'inflation, les investisseurs anticipant une hausse de l'inflation, tout en exigeant une compensation pour l'incertitude plus élevée entourant l'inflation dans un monde fragmenté sur le plan géopolitique. Selon les éléments tirés des prix des options, la balance des risques pesant sur les perspectives d'inflation aux horizons à deux ans et cinq ans s'est nettement déplacée vers le haut et demeure orientée à la hausse, notamment sur les horizons plus courts. À l'inverse, les risques à plus long terme sont restés globalement équilibrés.

Les variations de la compensation de l'inflation, plutôt que celles des taux réels, ont dominé les évolutions des marchés de taux sans risque de la zone euro. Les taux nominaux ont fortement augmenté tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. La réévaluation des perspectives d'inflation a été nettement plus prononcée dans la zone euro sur l'ensemble des horizons. Dans le même temps, les taux réels à deux ans dans la zone euro ont diminué, reflétant une révision à la baisse de la croissance économique, tandis que les taux réels à deux ans aux États-Unis sont restés globalement stables. Les taux réels à long terme ont augmenté aux États-Unis mais sont demeurés stables dans la zone euro. Dans la zone euro comme aux États-Unis, la hausse des taux nominaux à plus long terme est imputable aux anticipations plus élevées en ce qui concerne les taux à court terme, indiquant des

anticipations de resserrement de la politique monétaire et de hausse des primes de terme, et reflétant une plus forte incertitude quant à l'incidence de la guerre sur les perspectives économiques à plus long terme et sur l'inflation.

Depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la courbe à terme des taux OIS a légèrement fléchi, intégrant une probabilité d'approximativement un tiers qu'une réduction de taux de 25 points de base intervienne d'ici fin 2026. Cette tendance s'est nettement inversée après le début de la guerre. D'après la courbe la plus récente, les investisseurs ont intégré des hausses de taux d'environ 40 points de base d'ici fin 2026, avec une certaine volatilité quant au chiffre exact. En outre, l'incertitude concernant la trajectoire de la politique monétaire de la BCE a nettement augmenté en réponse au choc sur les prix de l'énergie, après que l'incertitude relative aux taux d'intérêt a oscillé autour de ses points bas pluriannuels avant la guerre. En revanche, les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires, ainsi qu'aux enquêtes Bloomberg et Reuters qui ont suivi, ont déclaré qu'ils s'attendaient à ce que les taux directeurs restent à leurs niveaux actuels tout au long de 2026 et 2027. Aux États-Unis, les marchés ont révisé leurs anticipations relatives à la politique monétaire dans des proportions comparables, bien que l'économie américaine soit davantage protégée du choc énergétique.

L'ampleur de l'impact sur les prix des actifs dans les différents pays et secteurs dépend de leur exposition au choc sur les prix de l'énergie. Les termes de l'échange de la zone euro se sont nettement détériorés depuis le début de la guerre, reflétant sa position d'importatrice nette d'énergie. L'exposition au choc énergétique affecte la dynamique des taux de change. Le taux de change EUR/USD a suivi de près les évolutions des prix de l'énergie européens au cours des dernières semaines, l'euro s'étant nettement déprécié vis-à-vis du dollar américain. L'euro a cependant légèrement mieux résisté que ne l'aurait suggéré la position d'importante importatrice nette d'énergie de la zone euro. Néanmoins, les risques à court terme pesant sur le taux de change EUR/USD demeurent orientés à la baisse, tandis que les risques à moyen terme restent globalement équilibrés, ce qui suggère que les marchés ont la perception d'un choc de courte durée sur les termes de l'échange.

L'appétence pour le risque s'est détériorée depuis le début de la guerre. La baisse a été légèrement plus prononcée dans la zone euro qu'aux États-Unis, ce qui est cohérent avec la dépendance énergétique plus importante de la zone euro. Cela étant, la détérioration est restée modérée dans l'ensemble. À titre de comparaison, la détérioration du sentiment à l'égard du risque en réponse à l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022 et au choc sur les droits de douane d'avril 2025 avait été nettement plus brutale. Le principal déterminant de la correction des prix des actions depuis le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient a été la hausse des taux sans risque. Les primes de risque plus élevées et les anticipations de bénéfices à long terme légèrement plus faibles n'ont contribué que dans une mesure limitée. La plus forte correction a été observée sur les valeurs financières de la zone euro, qui ont sous-performé après avoir nettement surperformé en 2025.

L'une des raisons de la moins bonne performance des valeurs financières était leur exposition aux marchés privés, qui ont fait l'objet d'une attention accrue au cours des derniers mois. Les marchés privés de la zone euro restent modestes par rapport au marché américain, mais ils ont également connu un taux de croissance supérieur à 10 % depuis 2010, qu'il s'agisse de capital-investissement ou de crédit privé. L'une des principales préoccupations à l'égard des marchés privés est leur opacité. Les inquiétudes récentes concernaient la taille et l'exposition croissante des fonds privés aux secteurs de la technologie et des logiciels. L'escalade des tensions géopolitiques a alimenté ces inquiétudes vis-à-vis des marchés privés. Un durcissement des conditions de financement et une croissance plus faible exerceraient une pression sur les entreprises fortement endettées, et exacerberaient les risques baissiers sur ce compartiment. Plusieurs grands fonds ont constaté une augmentation du volume de demandes de rachat et ont mis en place des restrictions, souvent contractuellement prévues, en matière de retrait.

Les *spreads* de crédit sur les marchés des produits à taux fixe ont également subi des pressions haussières. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux OIS se sont creusés, excepté ceux des obligations allemandes. Les marchés ont estimé que le conflit au Moyen-Orient aurait un certain impact sur la croissance et les soldes budgétaires, ce qui a contribué à la hausse des primes de risque. Dans l'ensemble, l'élargissement des écarts de rendement est demeuré contenu, y compris sur les marchés des obligations d'entreprises, ce qui est cohérent avec le léger durcissement des conditions financières observé jusqu'ici. L'indice des conditions financières macrofinancières de la BCE (ICF Macro-Finance) s'est resserré sous l'effet de la baisse des prix des actifs risqués et de la hausse des taux d'intérêt à long terme. Cependant, jusqu'ici il est demeuré au sein de la fourchette observée depuis l'été 2025.

Enfin, les marchés monétaires n'ont été que très peu affectés par les événements récents. La demande d'opérations de refinancement standard de l'Eurosystème était faible et stable au cours de l'année écoulée, l'excédent de liquidité étant resté important. Toutefois, des signes encourageants montrent que les banques sont de plus en plus nombreuses à s'assurer d'être prêtes à emprunter par le biais de ces opérations, comme en témoigne la hausse constante du nombre de banques participant à ces opérations, bien que les montants concernés restent modestes.

Environnement international et évolutions économiques et monétaires dans la zone euro

M. Lane a ensuite passé en revue les dernières évolutions économiques, monétaires et financières de l'économie mondiale et de la zone euro.

Avant le début de la guerre au Moyen-Orient, les informations disponibles semblaient confirmer globalement les projections de base de décembre. La guerre a considérablement accentué

l'incertitude entourant les perspectives, avec des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la production.

S'agissant tout d'abord de l'évolution de l'inflation dans la zone euro, l'inflation totale s'est accélérée pour atteindre 1,9 % en février, après 1,7 % en janvier. La variation des prix de l'énergie est ressortie à - 3,1 %, après - 4,0 % en janvier, tandis que la hausse des prix hors énergie s'est établie à 2,4 %, après 2,3 %. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement ralentie, ressortant à 2,5 % après 2,6 % en janvier, mais l'inflation core (hors énergie et produits alimentaires) a augmenté de 0,2 point de pourcentage pour atteindre 2,4 %. La hausse des prix des biens s'est élevée à 0,7 % en février, après 0,4 % en janvier, en partie à cause d'un rebond après la période de soldes en janvier. La hausse des prix des services s'est accélérée à 3,4 %, après 3,2 %, reflétant en partie l'incidence temporaire des Jeux olympiques d'hiver sur la hausse des prix des services en Italie. Les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué au cours des derniers mois et, avant le début de la guerre, demeuraient conformes à la cible du Conseil des gouverneurs de 2 % à moyen terme.

La croissance des salaires a poursuivi sa décélération, le taux de croissance de la rémunération par tête se ralentissant plus qu'attendu au quatrième trimestre, pour revenir à 3,7 % après 4,0 % au troisième trimestre 2025. Cela s'explique par une compression marquée du glissement des salaires. La croissance des salaires négociés a augmenté pour s'établir à 3,0 % en rythme annuel au quatrième trimestre, après 1,9 % au troisième trimestre, en raison de l'atténuation des effets de base liés à de précédents paiements ponctuels. Les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, ont laissé présager une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre courant 2026. Mais il serait important de suivre attentivement les salaires et la dynamique de l'inflation sous-jacente, le choc énergétique – en particulier s'il s'avérait fort et persistant – pouvant susciter des effets indirects et de second tour significatifs.

La guerre au Moyen-Orient devrait avoir un effet notable sur l'inflation à court terme, en raison des prix plus élevés de l'énergie. Les prix du pétrole brut et du gaz ont fortement augmenté depuis fin février, dans un contexte de perturbations importantes du transport maritime dans le détroit d'Ormuz et d'attaques contre les infrastructures énergétiques dans la région du Golfe. Les prix du pétrole ont augmenté de 47 % depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs et dépassent légèrement 100 dollars le baril, dans un contexte de très forte volatilité. Cette réaction des prix du pétrole est importante, mais non sans précédent. Les courbes des contrats à terme sur le pétrole se sont déplacées vers le haut, mais indiquent que les investisseurs s'attendent à une baisse des prix du pétrole au cours de l'année prochaine. Les prix du gaz en Europe ont augmenté de 52 % depuis la précédente réunion de politique monétaire, et la courbe des contrats à terme sur le gaz s'est déplacée vers le haut, en particulier sur les horizons plus courts. La hausse des prix du gaz a été aggravée par les faibles niveaux actuels des stocks en Europe, qui rendent les prix vulnérables à des perturbations de l'approvisionnement. Comme pour les contrats à terme sur le pétrole, les contrats à terme sur le gaz ont affiché une forte pente descendante. Les implications à moyen terme de la guerre dépendront

à la fois de l'intensité et de la durée du choc énergétique (liés à l'intensité et à la durée du conflit) et de la force et de l'ampleur de la propagation de ce choc à l'économie et à l'inflation.

Dans le scénario de base des projections macroéconomiques de mars établies par les services de la BCE, qui intègre exceptionnellement des informations allant jusqu'au 11 mars – date d'arrêté plus tardive que d'ordinaire –, l'inflation totale devrait s'établir en moyenne à 2,6 % en 2026, 2,0 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Par rapport aux projections de décembre, elle a été révisée à la hausse, de 0,7 point de pourcentage pour 2026, 0,2 point de pourcentage pour 2027 et 0,1 point de pourcentage pour 2028. La révision à la hausse pour 2026 reflète la hausse marquée des prix de l'énergie. Au-delà du court terme, la pente baissière des courbes des contrats à terme sur l'énergie implique un effet de base négatif dans la composante énergie qui tirerait l'inflation vers le bas en 2027. L'inflation devrait s'accélérer légèrement en 2028 avec la dissipation de cet effet de base et la mise en place du système d'échange de quotas d'émission 2 (SEQE-2). L'inflation hors énergie devrait ressortir en moyenne à 2,3 % en 2026, 2,4 % en 2027 et 2,2 % en 2028, tandis que l'inflation core devrait s'établir en moyenne à 2,3 % en 2026, 2,2 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Elle a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage pour 2026, 0,3 point de pourcentage pour 2027 et 0,1 point de pourcentage pour 2028.

Les mesures des anticipations d'inflation enregistrées après le début de la guerre, qu'elles soient extraites des instruments de marché ou tirées d'enquêtes, ont nettement augmenté à court terme, mais indiquent une stabilisation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. La composante anticipation d'inflation tirée des mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché est ressortie en moyenne à 2,9 % pour 2026, 2,2 % pour 2027 et 2,0 % pour 2028. Le profil d'un rebond de courte durée de l'inflation suivi d'une stabilisation au niveau de la cible est cohérent avec la dernière campagne de l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires, menée durant la première semaine de la guerre, et avec la dernière enquête Reuters, menée durant la deuxième semaine de la guerre. S'agissant de la balance des risques entourant les perspectives d'inflation, les mesures extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes font état de risques à la hausse à court terme et de risques globalement équilibrés à moyen terme.

L'économie mondiale a bien résisté jusqu'à présent, mais la guerre au Moyen-Orient fait émerger des facteurs défavorables et l'environnement extérieur reste difficile en raison de la volatilité des politiques commerciales mondiales. La croissance du PIB mondial hors zone euro s'est établie à 0,8 % au quatrième trimestre 2025, tandis que les importations mondiales ont augmenté de 0,6 %. Les perspectives mondiales de croissance sont restées globalement inchangées dans les projections de mars par rapport à l'exercice de projection précédent. L'effet de report exercé par la publication de données meilleures que prévu pour 2025 a été contrebalancé par des révisions à la baisse en raison de l'impact négatif de la guerre au Moyen-Orient. Le taux de change de l'euro a baissé de 2,9 % par rapport au dollar depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, la guerre ayant entraîné une détérioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial et un choc défavorable sur les

termes de l'échange de l'énergie pour la zone euro. Par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux de la zone euro, l'euro s'est affaibli dans une plus faible mesure, de 1,4 %.

L'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,2 % au quatrième trimestre 2025, ce qui est conforme aux projections de décembre établies par les services de l'Eurosystème, et de 0,4 % en excluant les données irlandaises volatiles. La croissance a été tirée par le renforcement de la demande intérieure et a été principalement soutenue par les services. La hausse des revenus réels a soutenu la consommation privée, qui a augmenté de 0,4 % en rythme trimestriel au quatrième trimestre. La construction et la rénovation de logements se sont renforcées. L'investissement hors construction a augmenté de 0,4 % – hors données irlandaises volatiles –, porté par l'investissement dans les actifs incorporels tels que la recherche et le développement, les logiciels et les bases de données. Les enquêtes menées avant le début de la guerre faisaient également état d'une activité résiliente au début de l'année. Toutefois, les baisses de l'indice Sentix (*Sentix Economic Index*) pour la zone euro et de l'indicateur ZEW du climat économique en Allemagne – tous deux publiés après le début de la guerre – suggèrent que le conflit pèse déjà sur le climat économique.

Le taux de chômage est resté proche de son point bas historique en janvier, à 6,1 %. La croissance de l'emploi est demeurée inchangée, à 0,2 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2025, soutenue par l'expansion de la population active. Cependant, la demande de main-d'œuvre continue de se modérer. Le taux de vacance d'emploi publié par Eurostat s'est établi à 2,2 % au quatrième trimestre, tandis que les offres d'emploi publiées par Indeed font état d'une modération de la demande en février par rapport à fin 2025. Dans le même temps, la part des entreprises citant la main-d'œuvre comme facteur limitant la production dans l'enquête de la Commission européenne auprès des entreprises a diminué dans le secteur manufacturier comme dans les services.

S'agissant des politiques budgétaires, l'orientation budgétaire dans la zone euro devrait s'être légèrement assouplie en 2025 et continuer sur cette trajectoire en 2026, puis elle devrait se resserrer légèrement en 2027 et 2028. Par rapport aux projections de décembre, les projections de mars relatives à l'orientation budgétaire sont globalement inchangées. Ces projections ont été établies selon la convention habituelle consistant à n'inclure que les mesures budgétaires déjà adoptées ou celles annoncées et qui ont de fortes chances d'être adoptées, alors que les éventuelles mesures futures des gouvernements pour contenir l'impact économique de la crise ne sont pas incluses.

Pour la période à venir, la guerre au Moyen-Orient assombrit les perspectives de croissance en perturbant les marchés des matières premières et en pesant sur les revenus réels et la confiance, ce qui devrait affaiblir la dynamique de la consommation privée et de l'investissement. Un rythme de croissance économique à court terme plus lent qu'envisagé précédemment est désormais prévu. Les projections de mars tablent sur une croissance de 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Par rapport aux projections de décembre, la croissance a été révisée à la baisse de 0,3 point de pourcentage pour 2026 et de 0,1 point de pourcentage pour 2027, tandis qu'elle demeure inchangée pour 2028. La consommation privée devrait rester le principal moteur de la croissance à moyen terme. L'investissement devrait également continuer de croître, étant donné que les gouvernements

dépensent davantage dans la défense et les infrastructures et que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques.

La guerre au Moyen-Orient est un événement majeur en matière de risque. Conformément à l'engagement énoncé par le Conseil des gouverneurs dans sa stratégie de politique monétaire d'intégrer les risques et l'incertitude dans son processus de décision, les services de la BCE ont évalué comment la guerre pourrait affecter la croissance et l'inflation dans plusieurs scénarios illustratifs alternatifs. L'analyse de scénarios tend à indiquer qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz se traduirait par une inflation supérieure, et une croissance inférieure, aux projections de référence en 2026 et 2027. Les implications pour l'inflation à moyen terme dépendent de l'ampleur des effets indirects et de second tour d'un choc énergétique plus important et plus persistant. Dans le scénario sévère, en l'absence de réaction de la politique monétaire allant au-delà de celle intégrée dans le scénario de base, l'inflation à moyen terme serait nettement supérieure à la cible. Par contre, si les perturbations liées à la guerre sur les marchés des matières premières prennent fin plus tôt que prévu et que les effets de second tour restent contenus, l'inflation devrait être plus faible et la croissance plus élevée que dans le scénario de référence en 2026 et 2027.

La guerre au Moyen-Orient a eu une incidence prononcée sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales se sont durcies depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs. Les marchés boursiers se sont repliés et les taux d'intérêt de marché dans la zone euro, en particulier ceux à court terme, ont sensiblement augmenté.

S'agissant de la transmission par le canal bancaire, les délais de déclaration signifient que les données disponibles n'ont pas encore fourni d'indications sur l'impact de la guerre. En janvier, les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et le coût du financement par endettement de marché se sont maintenus à 3,6 %, tandis que le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts immobiliers s'est inscrit en légère hausse à 3,4 %, après être demeuré globalement stable à 3,3 % pendant un an. La croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est établie à 2,8 % en rythme annuel en janvier, après 3,0 % en décembre. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par une augmentation des émissions d'obligations d'entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 4,0 %, après 3,5 % en décembre. Les prêts hypothécaires ont augmenté de 3,0 %, sans changement par rapport à décembre. La prochaine enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement fourniront des informations précieuses concernant l'impact de la guerre sur les conditions de financement et de crédit.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base des données disponibles, des projections de mars 2026 établies par les services de la BCE (y compris les analyses de scénarios et l'évaluation des risques), ainsi que de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission, M. Lane a proposé de laisser inchangés les

trois taux d'intérêt directeurs de la BCE tout en conservant l'agilité nécessaire pour réagir à l'évolution des perspectives d'inflation. La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance. Le Conseil des gouverneurs est en bonne position pour faire face à cette incertitude. L'inflation se situe autour de sa cible, les anticipations d'inflation à plus long terme sont bien ancrées, et l'économie a fait preuve de résilience ces derniers trimestres. Bien que les perspectives d'inflation à court terme aient été révisées nettement à la hausse dans les projections de mars, il est toujours prévu que l'inflation (sur la base de la date d'arrêté du 11 mars) se stabilise autour de la cible de 2 % à moyen terme, dans le scénario de base comme dans le scénario défavorable. Selon les dernières mesures extraites des instruments de marché et tirées d'enquêtes, l'inflation devrait revenir à la cible en 2027. Toutefois, dans le scénario sévère, l'inflation devrait rester nettement supérieure à la cible en 2028 en l'absence de resserrement de la politique monétaire au-delà de celui intégré dans le scénario de base. L'ampleur des éventuels effets de second tour reste incertaine. D'une part, les souvenirs de l'épisode d'inflation de 2022 pourraient susciter des réactions qui renforceraient la propagation du choc actuel à l'inflation hors énergie. D'autre part, l'environnement actuel diffère de la situation de 2022. La gravité et la durée attendues du choc énergétique – comme le reflètent les courbes des contrats à terme sur le pétrole et le gaz – ont été plus contenues jusqu'à présent. S'agissant de l'économie, le marché du travail s'est ralenti et il n'existe pas de déséquilibres importants entre l'offre et la demande au niveau sectoriel dans l'économie de la zone euro. La marge de manœuvre budgétaire pour prendre des mesures compensatoires susceptibles d'avoir un effet inflationniste est plus restreinte. L'orientation de la politique monétaire est globalement neutre, et le Conseil des gouverneurs a résolument démontré son engagement et sa capacité à assurer au plus tôt le retour de l'inflation au niveau de la cible après le choc énergétique de 2022. Dans ce contexte, maintenir les taux inchangés en mars tout en conservant l'ensemble des options pour les réunions ultérieures est une approche prudente.

Au cours de la période à venir, les informations disponibles aideront le Conseil des gouverneurs à évaluer l'incidence de la guerre sur la dynamique de l'inflation, les niveaux d'activité et les conditions financières. L'approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, sans engagement à l'avance sur une trajectoire de taux particulière, constitue un cadre solide pour déterminer l'orientation appropriée de la politique monétaire. En particulier, elle offre une agilité suffisante pour réagir au choc d'inflation tout en limitant le risque d'un durcissement prématuré et trop prononcé des conditions financières.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'analyse économique, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction et se sont félicités des efforts déployés par les services pour intégrer les informations les plus récentes dans les projections de base et les scénarios alternatifs qui les accompagnent. S'agissant de l'environnement extérieur, la croissance mondiale est demeurée robuste au début de l'année et a dépassé les anticipations, mais la croissance aux États-Unis au quatrième trimestre 2025 a été significativement révisée à la baisse. Plus récemment, la guerre au Moyen-Orient et la hausse des prix de l'énergie associée ont constitué des facteurs défavorables pour l'économie mondiale et rendent les perspectives nettement plus incertaines. Elle a également entraîné une dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain, liée au fait que la hausse des prix de l'énergie constitue un choc défavorable sur les termes de l'échange pour la zone euro, ainsi qu'à la détérioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial. La dépréciation du taux de change pourrait exercer une pression à la hausse sur l'inflation dans la zone euro, la vigueur de l'euro ayant été l'un des facteurs qui avaient précédemment soutenu le processus de désinflation. L'incertitude relative à l'évolution future des droits de douane américains persiste également.

S'agissant des prix des matières premières, les évolutions des prix du pétrole et du gaz depuis le début de la guerre au Moyen-Orient se démarquent nettement. Malgré de fortes hausses des prix au comptant, il a été avancé que les marchés de l'énergie pouvaient toujours être considérés comme relativement optimistes face à la situation, dans la mesure où l'important déport des prix des contrats à terme semble suggérer qu'une normalisation de l'offre mondiale de pétrole et de gaz au cours des prochains mois demeure une perspective réaliste. Toutefois, même si le conflit était rapidement résolu, le rétablissement complet de l'approvisionnement par le détroit d'Ormuz pourrait encore prendre plusieurs mois. En outre, des goulets d'étranglement logistiques pourraient ralentir la reprise de la production d'énergie. L'approvisionnement pourrait également être perturbé plus longtemps en cas de dommages importants causés aux infrastructures énergétiques. Les installations énergétiques en Iran ont été ciblées par Israël, et l'Iran a riposté en ciblant les installations énergétiques au Qatar. Ces attaques ont mis en évidence la possibilité de nouvelles évolutions inattendues, qui pourraient rapidement exacerber le choc, tout en étant presque impossibles à prévoir. Une guerre prolongée pourrait entraîner une augmentation des prix de l'énergie plus importante et plus durable qu'anticipé actuellement. Compte tenu de la substituabilité limitée du pétrole pour la plupart des moyens de transport, les pénuries d'énergie pourraient également avoir un impact plus important sur l'activité économique et l'inflation que ne le suggèrent les régularités passées. Dans le même temps, il a été noté que les réserves stratégiques mondiales de pétrole et la quantité de pétrole encore en transit dans des pétroliers déjà en mer fournissent pour l'instant un certain niveau de marge. Au-delà des

risques liés au marché du pétrole, il semble tout aussi important de mettre en évidence les risques inflationnistes résultant de la hausse des prix du gaz naturel. Cela est d'autant plus pertinent que les niveaux de gaz stocké en Europe sont très faibles, et que les stocks devraient probablement être reconstitués à des prix élevés dans le contexte de la prochaine suppression progressive, à partir d'avril, des importations de gaz naturel liquéfié (GNL) russe et de la concurrence accrue de l'Asie sur les marchés du GNL en raison de la fermeture du détroit d'Ormuz. Cette situation crée les conditions d'une potentielle généralisation des tensions sur les prix au-delà de celles résultant des prix des carburants destinés aux transports, compte tenu du lien entre les marchés du gaz et de l'électricité en Europe, ainsi que du lien entre les prix du gaz et des engrais.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. Au début de l'année, l'économie de la zone euro a continué d'afficher une robuste dynamique de croissance, confirmant la résilience dont elle avait fait preuve au cours des trimestres précédents. Au quatrième trimestre 2025, la croissance s'est globalement accélérée dans les différents pays de la zone euro. Dans l'ensemble de la zone euro, l'économie a enregistré une croissance de 0,2 %, sous l'effet d'une augmentation de la demande intérieure. Sur la base des données hors Irlande, ce chiffre passe à 0,4 %. Les ménages ont accru leurs dépenses, les revenus réels ayant progressé. Le chômage a encore reculé pour s'établir à 6,1 %, demeurant proche de son point bas historique et soulignant la résilience du marché du travail, même s'il existe également des signes de ralentissement de la demande de main-d'œuvre. L'activité dans la construction et la rénovation de logements s'est renforcée, et les entreprises ont davantage investi, en particulier dans des domaines tels que la recherche et le développement, les logiciels et les bases de données. La croissance n'a plus été freinée par les exportations nettes comme ce fut le cas au cours des deux trimestres précédents et a principalement été soutenue par les services. Les enquêtes jusqu'en février font également état d'une activité robuste début 2026, suggérant une poursuite de la reprise dans le secteur manufacturier. En outre, l'augmentation des dépenses publiques en matière de défense et d'infrastructure, en particulier en Allemagne, devrait constituer un facteur favorable. Par conséquent, avant la guerre au Moyen-Orient, la zone euro était sur la bonne voie pour poursuivre sa reprise.

La guerre perturbe les marchés des matières premières et pèse sur les revenus réels et la confiance. Cela devrait freiner à la fois la consommation et l'investissement et donc peser sur la croissance. Le choc énergétique constituerait une importante taxe extérieure, pesant fortement sur la zone euro, économie qui est importatrice nette d'énergie. Globalement, la guerre crée une incertitude importante et constitue un choc d'offre négatif, tirant l'inflation vers le haut et freinant l'activité économique au cours des prochains mois – voire des prochaines années. Dans le même temps, la situation de départ de l'économie était plutôt favorable, avec une croissance robuste et une inflation proche de la cible, ce qui devrait contribuer à amortir l'impact du choc. En particulier, le faible niveau de chômage, la solidité des bilans du secteur privé, et les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures devraient continuer de soutenir la croissance.

Dans ce contexte, les projections de base relatives à la croissance établies par les services de la BCE, qui intègrent exceptionnellement des informations allant jusqu'à la date d'arrêté plus tardive que d'ordinaire du 11 mars, ont été révisées à la baisse par rapport aux projections de décembre, en particulier pour 2026. Dans le scénario de base, selon les services de la BCE, la croissance économique s'établirait désormais en moyenne à 0,9 % en 2026, 1,3 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Selon les services de la BCE, la consommation privée resterait le principal moteur de la croissance à moyen terme. L'investissement devrait également continuer de croître, étant donné que les gouvernements dépensent davantage dans la défense et les infrastructures et que les entreprises investissent de plus en plus dans les nouvelles technologies numériques. L'environnement extérieur reste difficile, en particulier en raison de la guerre au Moyen-Orient, mais également à la lumière de la volatilité des politiques commerciales mondiales. La guerre a donné lieu à une révision à la baisse de la consommation et de l'investissement dans les projections de base établies par les services de la BCE, en particulier pour 2026. L'effet serait encore plus prononcé dans des scénarios alternatifs prévoyant un choc énergétique plus sévère et de plus longue durée.

En dépit des révisions à la baisse, il a été avancé que les projections de base pour la croissance peuvent encore être considérées comme trop favorables, en particulier parce que la guerre pourrait déclencher des effets non linéaires sur la croissance. Premièrement, la croissance de la consommation devrait être soutenue par une baisse du taux d'épargne. Toutefois, dans une situation d'incertitude particulièrement élevée où les ménages sont préoccupés par leurs perspectives financières, le taux d'épargne pourrait ne pas baisser autant qu'attendu. Il a été rappelé que le taux d'épargne a été plus élevé que prévu au cours de plusieurs exercices de projections. La croissance de la consommation pourrait donc être plus faible que prévu dans le scénario de base. Deuxièmement, l'investissement des entreprises, et en particulier l'investissement dans l'intelligence artificielle, qui a été l'une des composantes les plus dynamiques de l'investissement, pourrait être très sensible aux contraintes sur la disponibilité de l'énergie et aux prix élevés de l'énergie. Troisièmement, la projection relative aux perspectives de croissance mondiale pourrait également être trop optimiste, car elle repose en partie sur une croissance américaine robuste. La révision à la baisse de la croissance aux États-Unis pour le dernier trimestre 2025 suggère qu'elle pourrait ne pas être aussi résistante qu'envisagé auparavant, ce qui pourrait affecter défavorablement la demande d'exportations de la zone euro. Enfin, il est difficile de savoir si les entreprises réagiront à une baisse de la demande avec une nouvelle période de maintien de sureffectifs. Alternativement, à mesure que la diffusion de l'intelligence artificielle se poursuit, elles pourraient profiter d'une baisse de la demande pour réduire leur main-d'œuvre, ce qui pourrait entraîner un affaiblissement du marché du travail. Ces effets non linéaires sur la demande agrégée et sur le marché du travail pourraient également entraîner une plus faible croissance des salaires, limitant ainsi les effets de second tour sur l'inflation du choc sur les prix de l'énergie.

Dans le même temps, il a été avancé qu'il s'agit de la quatrième crise en six ans et que l'économie avait été plus résiliente que prévu face à la pandémie, à la forte hausse de l'inflation en 2022 et au

récent conflit commercial. Elle pourrait également s'avérer résistante cette fois-ci, reflétant une plus grande diversification des sources d'énergie, un rôle plus important accordé aux énergies renouvelables et une exposition directe au Moyen-Orient limitée. En outre, une réorientation du tourisme du Moyen-Orient vers la zone euro pourrait donner une impulsion à l'économie, tandis que les derniers accords commerciaux avec l'Inde et l'Australie pourraient soutenir la croissance à plus long terme.

S'agissant de la politique budgétaire, il a été observé que plusieurs gouvernements avaient déjà commencé à préparer des mesures de soutien pour amortir le choc énergétique et qu'ils devraient être confrontés à de nouvelles demandes de la part du public. Cela fait peser un risque à la hausse sur l'inflation, particulièrement si les mesures de soutien ne sont pas limitées dans le temps et dans leur ampleur. Dans le contexte d'une marge de manœuvre budgétaire contrainte dans de nombreux pays, il a également été souligné que des mesures de soutien généralisées pourraient conduire à un examen plus attentif de la soutenabilité de la dette par les marchés. En tirant les leçons du choc énergétique de 2022, il est donc important que les réponses budgétaires au choc actuel soient temporaires, ciblées et adaptées, également en vue de maintenir des finances publiques saines.

S'agissant des politiques structurelles, il a été jugé essentiel que l'Europe continue de diversifier son approvisionnement en énergie et de remédier à d'autres dépendances critiques afin de réduire les vulnérabilités à l'avenir. À cet égard, la crise énergétique actuelle souligne l'impératif de réduire davantage la dépendance aux combustibles fossiles. L'accélération de la transition verte est indispensable, car elle est la meilleure protection contre les chocs liés aux énergies fossiles, et c'est donc aussi une question d'autonomie stratégique et de sécurité énergétique. Plus généralement, alors que l'économie de la zone euro est désormais confrontée à des défis urgents à court terme, il demeure important de renforcer sa résilience en continuant de mettre en œuvre des réformes structurelles et en améliorant le marché unique de l'UE. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est fondamental pour financer l'innovation et soutenir les transitions écologique et numérique. L'euro numérique et la monnaie de banque centrale interbancaire tokenisée renforceraient l'autonomie stratégique, la compétitivité et l'intégration financière de l'Europe, et stimuleraient l'innovation dans le domaine des paiements. Il est donc essentiel d'adopter rapidement le règlement établissant l'euro numérique. La simplification et l'harmonisation des règles dans l'ensemble du marché unique favoriseraient une croissance plus rapide des entreprises européennes.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives de croissance sont orientés à la baisse, à court terme en particulier. La guerre au Moyen-Orient constitue un risque baissier pour l'économie de la zone euro, accentuant la volatilité de l'environnement politique mondial. Une guerre prolongée pourrait entraîner une augmentation des prix de l'énergie plus importante et de plus longue durée qu'anticipé actuellement, et peser également sur la confiance. Ces facteurs pourraient éroder les revenus réels et rendre les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers

mondiaux pourrait freiner davantage la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire les exportations et affaiblir la consommation et l'investissement. D'autres tensions géopolitiques, en particulier la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, demeurent une source majeure d'incertitude. À l'inverse, la croissance pourrait être plus forte si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient se révélaient être de plus courte durée qu'anticipé actuellement. De plus, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures, des réformes visant à améliorer la productivité et l'adoption par les entreprises de la zone euro de nouvelles technologies pourraient soutenir la croissance davantage qu'attendu. De nouveaux accords commerciaux et une plus forte intégration du marché unique seraient aussi de nature à stimuler la croissance au-delà des anticipations actuelles.

S'agissant de l'évolution des prix, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. L'augmentation des prix de l'énergie provoquée par la guerre se traduirait par une inflation nettement supérieure à 2 % à court terme. En effet, les données à haute fréquence disponibles montrent que des hausses des coûts de transport sont déjà observables, sous l'effet d'une forte hausse des prix du diesel et du kérosène. Dans ce contexte, les projections de base des services de la BCE relatives à l'inflation ont été révisées à la hausse par rapport aux projections de décembre, en particulier pour 2026. Dans le scénario de base, selon les services de la BCE, l'inflation totale s'établirait désormais en moyenne à 2,6 % en 2026, 2,0 % en 2027 et 2,1 % en 2028. S'agissant de l'inflation hors énergie et produits alimentaires, les services de la BCE tablent sur une hausse moyenne de 2,3 % en 2026, 2,2 % en 2027 et 2,1 % en 2028. Tout en reconnaissant l'incertitude exceptionnelle, les membres du Conseil ont salué les efforts déployés par les services de la BCE pour utiliser une date d'arrêté plus tardive que d'ordinaire, ce qui a contribué à rendre les projections de base plus significatives et plus réalistes.

Les membres du Conseil ont examiné le traitement des effets indirects et de second tour résultant du renchérissement de l'énergie dans les projections de base. D'une part, il a été avancé que ces effets pourraient être plus importants que prévu. L'impact potentiel du choc sur les prix des produits alimentaires, qui seraient soumis à des tensions liées à la fois à la hausse des coûts de l'énergie et à celle des prix des engrais intervenant au début de la saison de plantation, est une source de préoccupation, les prix des produits alimentaires jouant un rôle important dans la formation des perceptions de l'inflation par les ménages. Plus généralement, le choc est important, de sorte que les anticipations d'inflation pourraient augmenter rapidement, et il pourrait y avoir des non-linéarités dans la fixation des prix et des salaires. En particulier, compte tenu de leur expérience de la forte poussée de l'inflation en 2022 et du faible taux de chômage, les travailleurs pourraient réagir rapidement pour tenter de compenser les pertes de pouvoir d'achat, ce qui poserait des risques à la hausse sur la projection de base relative à la croissance des salaires. Les entreprises pourraient également augmenter leurs prix rapidement. Il a été noté que certaines grandes entreprises industrielles avaient déjà commencé à annoncer des hausses de prix pour des produits tels que les détergents, les pneus

de voiture, les aliments pour animaux, les matériaux de construction, les couches, les shampoings et les sacs poubelles. Par conséquent, il a été avancé que la répercussion de la hausse des prix de l'énergie sur la hausse des prix des biens pourrait être plus importante que prévu dans les projections de base. De plus, certaines mesures de soutien budgétaire envisagées en réponse au choc pourraient exercer une pression à la hausse sur l'inflation.

D'autre part, il a été avancé que la révision à la hausse des projections relatives à la croissance des salaires établies par les services de la BCE semble légèrement surprenante étant donné la décélération de la croissance des salaires au quatrième trimestre 2025, la récente révision à la baisse de l'outil de suivi des salaires de la BCE pour 2026, le ralentissement du marché du travail et la croissance économique plus faible attendue en raison du choc sur les prix de l'énergie. Dans ce contexte, il a été fait référence à une analyse empirique qui a mis en évidence une transmission très limitée des chocs sur les prix de l'énergie aux salaires, ce qui suggère que le risque d'une spirale salaires-prix pourrait être limité. De ce point de vue, il a été avancé que des effets de second tour importants ne devraient pas nécessairement être tenus pour acquis. Plus généralement, il a été noté que la détérioration des termes de l'échange à la suite du choc sur les prix de l'énergie fonctionne essentiellement comme une taxe externe, qui doit être absorbée par une certaine combinaison de travailleurs, d'entreprises et de pouvoirs publics.

Les anticipations d'inflation des marchés financiers ont nettement augmenté à des horizons à plus court terme. Dans le même temps, les anticipations d'inflation à moyen terme sont restées globalement stables, et la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissent à environ 2 %, ce qui favorise la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, à court terme en particulier. Une guerre prolongée au Moyen-Orient pourrait se traduire par un renchérissement de l'énergie plus important et de plus longue durée qu'attendu actuellement, et accroître davantage l'inflation dans la zone euro. Ce risque pourrait se renforcer et devenir plus persistant si les anticipations d'inflation et la croissance des salaires augmentaient elles aussi, si la hausse des prix de l'énergie se transmettait à l'inflation hors énergie dans une plus grande mesure qu'anticipé dans le scénario de base, ou si la guerre perturbait plus largement les chaînes d'approvisionnement mondiales. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et accentuer les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés qu'anticipé actuellement. L'inflation pourrait aussi être plus faible si les droits de douane réduisaient la demande d'exportations adressée à la zone euro de manière plus importante qu'attendu et si les pays en surcapacité augmentaient encore leurs

exportations vers la zone euro. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Conformément à l'engagement énoncé dans la stratégie de politique monétaire d'intégrer les risques et les incertitudes dans le processus de décision du Conseil des gouverneurs, les perspectives économiques particulièrement incertaines constituent précisément le type de situation qui appelle à compléter les projections de base et l'évaluation régulière des risques par des scénarios illustratifs alternatifs. L'analyse de scénarios pourrait contribuer à souligner la forte dispersion des résultats potentiels de l'inflation et de la croissance dans l'environnement actuel et fournir un cadre utile afin de traiter les données entrantes à mesure que la situation évolue. L'approche adoptée dans les projections pour évaluer dans quelle mesure la guerre au Moyen-Orient pourrait affecter la croissance économique et l'inflation, à la fois dans un scénario défavorable et dans un scénario sévère, chacun avec un narratif clair, a donc été particulièrement saluée. L'analyse de scénarios tend à indiquer qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz se traduirait par une inflation supérieure, et une croissance inférieure, aux projections de base. Les implications pour l'inflation à moyen terme dépendent de manière cruciale de l'ampleur des effets indirects et de second tour d'un choc énergétique plus important et plus persistant. Les résultats du scénario sévère sont plus mauvais que ceux du scénario défavorable, et même si le scénario sévère peut sembler extrême, il a été jugé utile pour comprendre ce qui pourrait se produire si la guerre au Moyen-Orient s'intensifiait considérablement et durerait très longtemps. S'agissant du scénario défavorable, certains membres du Conseil se sont demandé si les dernières informations corroboraient davantage ce scénario que les projections de base.

Concernant la communication des scénarios, les membres du Conseil sont convenus que les scénarios de base, défavorable et sévère devaient tous être publiés. En outre, un exercice de projection complet, avec une date d'arrêt des hypothèses techniques le 4 mars, une semaine avant la date d'arrêt exceptionnelle utilisée pour les projections de base, serait également publié et pourrait être considéré comme illustrant une fin plus rapide que prévu des perturbations liées à la guerre sur les marchés des matières premières.

La publication des différents scénarios a été jugée très utile pour expliquer l'éventail des risques et des incertitudes liés à la guerre au Moyen-Orient auxquels le Conseil des gouverneurs était confronté, et démontrerait également la détermination à agir de manière décisive si la situation se détériorait significativement. Dans le même temps, il a été important de préciser que ces scénarios ne visent qu'à illustrer l'incertitude entourant les perspectives, qu'ils ont été élaborés afin d'atténuer le risque de sous-estimer potentiellement l'impact du choc en cas d'évolution défavorable, et qu'ils ne devraient donc pas être considérés comme des prévisions ou des projections en parallèle du scénario de base.

Il a été convenu que les services de la BCE actualiseraient régulièrement l'analyse de scénarios à l'aide de nouvelles informations. Cela a été considéré comme un moyen très utile de contribuer aux délibérations futures de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par Mme Schnabel et M. Lane dans leurs introductions. Les conditions financières globales se sont durcies depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, la guerre au Moyen-Orient ayant eu un impact prononcé sur les marchés financiers mondiaux. Les taux d'intérêt de marché dans la zone euro, en particulier les taux à court terme, ont sensiblement augmenté. Les marchés financiers intègrent près de deux hausses de 25 points de base des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année, la première étant attendue vers juin. Les intervenants de marché sont également devenus plus réticents à prendre des risques, et les marchés boursiers se sont repliés.

La volatilité accrue sur les marchés financiers devrait persister à moins que la guerre ne prenne fin rapidement. Il est important de suivre de près les risques pesant sur la stabilité financière, en particulier dans les scénarios plus pessimistes, car ils pourraient entraîner des corrections désordonnées sur les marchés. Dans ce contexte, il a été suggéré que certaines vulnérabilités préexistaient au sein du secteur financier. Premièrement, les valorisations des actions semblent toujours tendues dans le secteur des technologies, en particulier aux États-Unis, et il a également été observé que certains segments de ce secteur avaient une demande d'énergie élevée. Deuxièmement, la croissance rapide des marchés du crédit privé pose également des risques potentiels pour la stabilité financière, en raison de facteurs tels que l'opacité, des décalages de liquidité, des niveaux élevés de levier et des interconnexions avec l'ensemble du système financier, avec récemment des signes croissants de tensions sur ces marchés. Dans ce contexte, il a été perçu comme préoccupant que des entreprises de logiciels et d'autres technologies de l'information soient impliquées dans une part importante et croissante des transactions mondiales de crédit privé, se plaçant ainsi à la croisée de ces deux risques. Dans le même temps, il a été souligné que les bilans des banques de la zone euro étaient solides. Le secteur bancaire est donc en bonne position pour résister aux éventuelles turbulences à venir.

S'agissant des conditions de financement applicables aux ménages et aux entreprises avant la guerre, le taux d'intérêt moyen sur les nouveaux prêts hypothécaires a légèrement augmenté, à 3,4 % en janvier. La croissance des prêts hypothécaires s'est établie à 3,0 % en rythme annuel en janvier, sans changement par rapport à décembre. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et le coût du financement par endettement de marché sont demeurés à 3,6 % en janvier. La croissance des prêts bancaires aux entreprises s'est ralentie pour revenir à 2,8 % en rythme annuel, après 3,0 % en décembre. Cette évolution a toutefois été contrebalancée par une augmentation des émissions d'obligations d'entreprises, dont le taux de croissance annuel s'est établi à 4,0 %, après 3,5 % en décembre. Il a été noté que l'augmentation des prêts bancaires accordés au secteur de l'intermédiation financière non bancaire semblait évincer les prêts aux entreprises. Il a été suggéré que cela reflétait en grande partie le recours croissant aux opérations de pension à court terme pour la gestion de la liquidité, qui sont devenues plus attractives en raison de la hausse des taux *repo* par rapport au taux de la facilité de dépôt. Dans le même temps, les opérations sur le marché monétaire à

un taux plus élevé que celui de la facilité de dépôt étant en grande partie tirées par les *hedge funds*, elles ne devraient pas encore être interprétées comme reflétant une pénurie de réserves des banques.

Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener

S'agissant de l'orientation de la politique monétaire, les membres du Conseil ont analysé les données devenues disponibles depuis la dernière réunion de politique monétaire conformément aux trois principaux éléments définis par le Conseil des gouverneurs en 2023, et actualisés en juillet 2025, comme déterminants pour sa fonction de réaction, à savoir : a) les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation et les risques qui les entourent, b) la dynamique de l'inflation sous-jacente et c) la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, la guerre au Moyen-Orient a modifié fondamentalement les perspectives et les a également rendues considérablement plus incertaines. Par le biais de la hausse des prix de l'énergie, la guerre aurait un impact significatif sur l'inflation à court terme, la poussant nettement au-dessus de 2 %, ce qui contraste avec son niveau légèrement inférieur à la cible prévu précédemment. En conséquence, les anticipations d'inflation des marchés financiers ont fortement augmenté à court terme.

À ce stade, il est très difficile d'évaluer les implications pour l'inflation à moyen terme – l'élément clé de la stratégie de politique monétaire –, en partie en raison de l'incertitude fondamentale quant à l'évolution de la guerre et de la forte volatilité des marchés de l'énergie. L'ampleur de l'impact dépendrait de l'intensité et de la durée du conflit, des dommages causés aux infrastructures énergétiques et des interruptions de la production de pétrole ou de gaz, ainsi que du degré d'ouverture des principales voies d'approvisionnement, y compris le détroit d'Ormuz. Tous ces facteurs pourraient avoir une incidence sur l'ampleur et la persistance de la hausse des prix de l'énergie et, par conséquent, sur la manière dont les prix de l'énergie affecteraient les prix à la consommation hors énergie et l'économie par le biais d'effets indirects et de second tour. L'ampleur et la gravité de ces effets constitueraient un déterminant-clé des implications de ce choc sur l'inflation à moyen terme. Ces effets étant incertains, et comme il faudrait un certain temps pour qu'ils se concrétisent et pour évaluer leur ampleur, la situation nécessite un suivi attentif. Toutefois, il a été noté que plus le conflit serait long et de grande ampleur, et plus le choc sur l'approvisionnement mondial en énergie serait important et prolongé, plus le risque pesant sur l'inflation à moyen terme et sur l'objectif de stabilité des prix à moyen terme du Conseil des gouverneurs serait élevé. Les anticipations d'inflation à moyen et long terme restent cependant actuellement bien ancrées. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme s'établissent à 2 % environ, ce qui a également soutenu la stabilisation de l'inflation autour de la cible.

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont considéré que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse par rapport aux projections de base, en particulier à court terme. Les risques à la hausse pour l'inflation à moyen terme se sont clairement accentués depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, et le risque de manquer la cible par le bas a disparu pour l'instant. Les risques à la hausse augmentent à mesure que la durée de la guerre au Moyen-Orient se prolonge, et il a été suggéré que l'escalade actuelle rend de plus en plus improbable une résolution rapide du conflit. Une guerre prolongée pourrait se traduire par un renchérissement de l'énergie plus important et plus durable que prévu dans le scénario de base, et accroître davantage l'inflation dans la zone euro. Ce risque pourrait se renforcer et devenir plus persistant si les anticipations d'inflation et la progression des salaires augmentaient elles aussi, si la hausse des prix de l'énergie se transmettait à l'inflation hors énergie dans une plus grande mesure qu'anticipé dans le scénario de base, ou si la guerre perturbait plus largement les chaînes d'approvisionnement mondiales. Ces risques sont cohérents avec l'analyse de scénarios, qui suggère qu'une perturbation prolongée de l'approvisionnement en pétrole et en gaz se traduirait par une inflation supérieure aux projections de base, les implications pour l'inflation à moyen terme dépendant de manière cruciale de l'ampleur des effets indirects et de second tour d'un choc énergétique plus prononcé et plus persistant, mais avec une possibilité manifeste de tensions inflationnistes persistantes.

Il a été souligné que le risque d'effets de second tour dépend de la situation. Des chocs importants et suffisamment persistants sur les prix des matières premières pourraient générer des effets non linéaires et sont plus susceptibles de se répercuter sur l'inflation sous-jacente, et il a été avancé que ces non-linéarités ne sont pas correctement prises en compte par les modèles standard. En outre, la fermeture du détroit d'Ormuz ou les attaques affectant les infrastructures de transport au sens large pourraient entraîner une mauvaise répartition des ressources maritimes et des perturbations plus généralisées sur les chaînes d'approvisionnement, par exemple pour les produits raffinés, les engrais, les produits pétrochimiques, les métaux et l'hélium. Cela pourrait se traduire par une hausse des prix des produits alimentaires, des pénuries de produits essentiels tels que les semi-conducteurs, une augmentation des taux de fret et des délais de livraison plus longs dans les échanges mondiaux, dans un contexte de tensions commerciales persistantes qui pourraient encore entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières essentielles et accentuer les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Il a été noté que l'ampleur des effets de second tour dépend des conditions macroéconomiques au sens large, en particulier de la vigueur de la demande, des marges bénéficiaires et des tensions sur le marché du travail, car ces facteurs déterminent la capacité des entreprises à répercuter la hausse des coûts sur les prix à la consommation et la capacité des travailleurs à négocier des salaires plus élevés. D'une part, il a été avancé que les tensions sur les marchés du travail et la croissance mondiale robuste observées avant la guerre pourraient signifier que le choc déclencherait des effets de second tour significatifs et poserait ainsi des risques pour le rythme prévu de désinflation. D'autre

part, le choc serait susceptible d'avoir un impact à la baisse majeur plus prononcé que prévu sur la demande extérieure et pourrait affaiblir considérablement la demande intérieure, dans un contexte marqué par une forte incertitude, une confiance des consommateurs déjà fragile et un taux d'épargne toujours élevé. Dans ce cas, il est possible que les effets de second tour soient plus limités qu'anticipé dans les projections, car les entreprises pourraient être enclines à résister à des revendications salariales fortes compte tenu des difficultés à répercuter la hausse des coûts, et elles pourraient également augmenter les licenciements, réduisant ainsi les tensions sur les salaires. Cette dynamique pourrait faire peser un risque à la baisse sur les perspectives de croissance et d'inflation.

Plus généralement, l'inflation pourrait être plus faible si les répercussions économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés qu'anticipé actuellement. En particulier, si la guerre prenait vite fin et que les prix de l'énergie se normalisaient rapidement, les effets de second tour seraient limités et l'impact sur l'inflation totale ne serait probablement que de courte durée, même s'il a été souligné que les perturbations de l'offre et d'autres effets de la guerre persisteraient probablement encore pendant plusieurs mois. Il reste également possible que l'inflation soit plus faible si les droits de douane réduisent la demande d'exportations adressée à la zone euro de manière plus importante qu'attendu et si les pays en surcapacité augmentent encore leurs exportations vers la zone euro. S'il a été suggéré que des effets désinflationnistes liés aux importations en provenance de Chine étaient désormais peu probables, les entreprises chinoises étant également confrontées à des coûts de production nettement plus élevés, il a été souligné que cela n'affecte pas la compétitivité ni les tensions désinflationnistes exercées par des produits chinois moins chers en termes relatifs.

Dans ce contexte, les membres ont confronté la situation actuelle au choc énergétique provoqué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, à la suite duquel d'importants effets de second tour et des non-linéarités étaient apparus. Dans l'ensemble, bien que l'expérience du choc de 2022 soit encore récente, la situation actuelle se distingue clairement de celle de 2022 et il a été important de relever les différences entre ces deux épisodes.

En particulier, la situation de départ en matière d'inflation est actuellement bien plus favorable qu'en 2022. L'inflation s'établissait à près de 6 % en février 2022, tandis qu'elle est désormais proche de 2 % après avoir été globalement stable autour de la cible pendant environ un an. Avant le choc actuel, les anticipations d'inflation étaient bien ancrées et les perspectives antérieures à la guerre suggéraient que l'inflation devrait se stabiliser à la cible de 2 % à moyen terme. L'offre et la demande sont désormais plus équilibrées qu'en 2022. Le choc énergétique de 2022 s'était produit dans un contexte de forte demande latente après la réouverture post-pandémie, de tensions et de goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement mondiales, ainsi que d'une politique budgétaire et monétaire très accommodante. En revanche, l'économie affiche actuellement une croissance plus modérée en raison de conditions de la demande relativement plus faibles, avec une atténuation des tensions sur les salaires, une forte diminution des tensions préexistantes sur les chaînes

d'approvisionnement et une orientation de politique budgétaire et monétaire globalement neutre. En outre, si l'invasion de l'Ukraine par la Russie a entraîné des perturbations persistantes de l'offre de gaz et de pétrole, l'ampleur et la durée prévues du choc énergétique actuel ont été plus modérées jusqu'à présent. Néanmoins, la persistance de ce choc est entourée d'une forte incertitude et, même si le détroit d'Ormuz était rouvert rapidement, l'offre pourrait cette fois être durablement affectée, en particulier en cas de dommages importants causés aux infrastructures énergétiques. Toutefois, l'Europe est mieux préparée qu'elle ne l'était en 2022, car les sources d'approvisionnement énergétique sont plus diversifiées grâce à la poursuite du développement des énergies vertes et à une diversification accrue de l'approvisionnement en gaz, et parce qu'aucune fermeture de centrales nucléaires d'une ampleur comparable à celles de 2022 n'est actuellement prévue.

Dans le même temps, l'expérience de l'épisode d'inflation de 2022 et d'une inflation supérieure à la cible pendant de nombreuses années peuvent suggérer que des effets de second tour pourraient désormais se matérialiser plus rapidement. Toute une génération a été confrontée pour la première fois à une forte inflation en 2022, en partie précipitée par un choc énergétique lié à la guerre. Cet épisode est encore frais dans les mémoires, et ses retombées se font toujours sentir en raison des délais importants avec lesquels les augmentations cumulées des salaires rattrapent la hausse cumulée des prix sur l'ensemble de cette période. Par conséquent, il est probable que l'attention portée aux hausses de prix soit désormais bien plus grande qu'elle ne l'avait été lors du précédent choc énergétique. Il a également été observé que l'inflation ne s'est pas ralentie aussi rapidement que prévu, même dans le scénario sévère préparé par les services en mars 2022. Tous ces éléments pourraient impliquer une plus grande sensibilité des ménages et des entreprises au choc énergétique déclenché par la guerre au Moyen-Orient. Compte tenu de ces facteurs, les anticipations d'inflation à moyen terme pourraient être plus fragiles maintenant et augmenter plus rapidement que par le passé, surtout si la hausse des prix des produits alimentaires vient à s'accroître. En particulier, les travailleurs pourraient réagir plus rapidement cette fois-ci pour tenter de compenser la perte de pouvoir d'achat en formulant plus tôt que lors de l'épisode précédent des revendications salariales plus élevées, surtout compte tenu du faible niveau de chômage, ou en sollicitant plus rapidement le soutien des pouvoirs publics. Les entreprises pourraient également augmenter leurs prix plus rapidement cette fois-ci, notamment parce que l'épisode d'inflation précédent leur a appris qu'elles pouvaient facilement le faire. À l'inverse, l'absence de demande latente signifie que les perspectives de croissance sont plus fragiles qu'en 2022, dans un contexte de droits de douane américains toujours élevés, d'incertitude accrue en matière de politique commerciale et de marge de manœuvre limitée pour des mesures de soutien budgétaire.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les indicateurs ont peu évolué ces derniers mois et les membres du Conseil se sont accordés sur le fait qu'avant le choc sur les prix de l'énergie, ils étaient restés conformes à la cible de 2 % à moyen terme. Les bénéfices des entreprises se sont encore redressés au quatrième trimestre 2025, tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre ont crû à un taux comparable à celui du trimestre précédent. Si la croissance des salaires reste élevée, celle de la

rémunération par tête s'est ralentie, revenant à 3,7 %, après 4,0 % au troisième trimestre. Pour l'avenir, la croissance des salaires négociés et les indicateurs prospectifs, tels que l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires, laissent présager une poursuite de la modération des coûts de main-d'œuvre courant 2026. Dans le même temps, la trajectoire projetée de l'inflation *core* dans les projections de base de mars 2026 est plus élevée que dans les projections de décembre 2025, principalement en raison des effets indirects de la transmission du renchérissement de l'énergie à l'inflation hors énergie et produits alimentaires. De plus, l'inflation intérieure et l'inflation dans le secteur des services restent élevées. Il existe également un risque que les incertitudes liées aux droits de douane et aux évolutions futures des prix de l'énergie signifient que les entreprises seront moins enclines à amortir les chocs via leurs marges bénéficiaires et qu'au contraire, elles les accroissent. Plus généralement, le renchérissement de l'énergie, s'il persiste, pourrait entraîner une hausse plus générale de l'inflation par le biais des effets indirects et de second tour – une situation qui requiert un suivi attentif.

Enfin, la transmission de la politique monétaire demeure fluide et efficace. En raison des délais de déclaration, les données disponibles ne fournissent pas encore d'indications concernant l'impact de la guerre au Moyen-Orient sur la transmission par le canal bancaire. Toutefois, le durcissement des conditions financières depuis le début de la guerre se traduira probablement par une hausse des coûts de financement, un durcissement des conditions du crédit et un ralentissement de la croissance du crédit, ce qui pourrait amplifier l'affaiblissement probable de l'activité économique. Une nouvelle détérioration du sentiment sur les marchés financiers dans le monde et une augmentation de la volatilité, ou la matérialisation des risques pesant sur la stabilité financière, pourraient aussi entraîner une plus grande aversion au risque dans le système financier de la zone euro et des effets d'amplification financière, susceptibles de peser sur la demande et, par conséquent, de freiner également la croissance et l'inflation.

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. Compte tenu de l'évolution rapide des circonstances, il est du devoir du Conseil des gouverneurs de rester calme et concentré, et de rendre compte aux citoyens européens tout en demeurant pleinement engagé à remplir son mandat. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont souligné leur détermination collective à assurer la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

La guerre au Moyen-Orient a considérablement accentué l'incertitude entourant les perspectives, créant des risques à la hausse pour l'inflation et des risques à la baisse pour la croissance économique. Elle aura une incidence significative sur l'inflation à court terme via le renchérissement de l'énergie. Ses implications à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du conflit ainsi

que de la manière dont les prix de l'énergie affectent les prix à la consommation et l'économie. Toutefois, il existe de nombreuses inconnues concernant la façon dont le choc évoluera et les éléments disponibles sont actuellement trop peu nombreux pour parvenir à un jugement ferme sur ses conséquences à moyen terme.

Le Conseil des gouverneurs est en bonne position pour faire face à l'incertitude actuelle. La situation de départ avant la guerre était bonne. L'inflation se situait autour de la cible de 2 %, les anticipations d'inflation à plus long terme étaient bien ancrées, l'orientation de politique monétaire était globalement neutre, sans engagement préétabli sur une trajectoire de taux particulière, et l'économie avait bien résisté au cours des trimestres précédents. Après une désinflation réussie ces dernières années, la BCE ayant ramené l'inflation à la cible sans récession ni problèmes de stabilité financière, sa crédibilité à faire tout ce qui est nécessaire afin de remplir son mandat est également élevée.

Dans ce contexte et au vu de l'incertitude exceptionnelle qui entoure à la fois l'évolution de la guerre et les perspectives d'inflation à moyen terme, la valeur d'option liée à l'attentisme est élevée cette fois et il est donc approprié de laisser les taux directeurs inchangés. L'orientation actuelle de la politique monétaire étant globalement neutre et la prochaine réunion de politique monétaire n'ayant lieu que dans six semaines, l'approche réunion par réunion bien établie laisse encore au Conseil des gouverneurs suffisamment de flexibilité pour réagir dans les plus brefs délais si nécessaire. Elle est également en ligne avec l'approche s'appuyant sur les données, dans la mesure où elle laisserait au Conseil des gouverneurs davantage de temps pour voir comment la guerre évoluera, pour comprendre l'ampleur et la persistance du choc et pour observer l'étendue des potentiels effets de second tour avant d'agir. En particulier, les informations qui deviendront disponibles au cours de la période à venir permettront au Conseil des gouverneurs d'évaluer l'incidence de la guerre sur les perspectives d'inflation et les risques entourant ces perspectives.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont réaffirmé que les décisions futures du Conseil des gouverneurs en matière de taux d'intérêt continueront d'être fondées sur son évaluation des perspectives d'inflation et des risques entourant ces perspectives, compte tenu des données économiques et financières disponibles, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs maintiendra également une approche s'appuyant sur les données pour déterminer, réunion par réunion, l'orientation appropriée de la politique monétaire et il ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière.

Le Conseil des gouverneurs doit se tenir prêt à toutes les éventualités. Les événements récents ont montré que les circonstances peuvent évoluer rapidement, et l'incertitude concernant la guerre et son impact économique devrait rester très élevée à l'avenir. Toutefois, il est également possible que cette incertitude soit levée dans un sens ou dans l'autre dans les semaines ou les mois à venir. Dans ce contexte, il est important que le Conseil des gouverneurs laisse les options ouvertes pour les futures réunions et qu'il fasse preuve d'agilité et réagisse rapidement si les perspectives d'inflation à moyen terme appellent des mesures de politique monétaire. L'approche réunion par réunion, sans

engagement préétabli sur une trajectoire de taux particulière, se révèle particulièrement utile dans ces circonstances.

Dans cet environnement très incertain, il est également important pour le Conseil des gouverneurs de maintenir le cap, de se montrer clair sur ce qui est connu et ce qui ne l'est pas, de formuler un narratif clair et d'éviter de réagir de manière excessive à des informations susceptibles d'évoluer rapidement. Dans le même temps, il est vital de faire preuve de vigilance et la décision prise lors de la présente réunion de maintenir inchangés les taux d'intérêt ne doit pas être vue comme une atténuation de la volonté du Conseil des gouverneurs d'agir si nécessaire. Par conséquent, il est important de faire savoir que le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à amener l'inflation au niveau de 2 % à moyen terme, qu'il s'agit de près la situation et qu'il n'hésitera pas à agir si son objectif de stabilité des prix est menacé. Communiquer en ce sens pourra rassurer les ménages et les entreprises sur le fait que le Conseil des gouverneurs continuera à faire tout ce qui est nécessaire pour assurer une stabilisation de l'inflation au niveau de sa cible de 2 % à moyen terme, contribuant ainsi également à garantir un bon ancrage des anticipations d'inflation et à gérer d'éventuels effets de second tour. La confiance dans le fait que le Conseil des gouverneurs gère efficacement la situation actuelle pourrait être encore renforcée en mentionnant l'engagement énoncé dans la stratégie de politique monétaire récemment actualisée d'intégrer les risques et l'incertitude entourant les perspectives au sein du processus de décision, notamment via des boîtes à outils améliorées pour l'analyse des scénarios et de la sensibilité.

Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs suivra de près la situation et son approche fondée sur les données l'aidera à définir une orientation de politique monétaire appropriée pour assurer la stabilisation durable de l'inflation au niveau de sa cible à moyen terme.

Les indications tirées de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire récemment achevée alimenteront l'évaluation des réponses à apporter au choc actuel, d'autant qu'elle s'est principalement concentrée sur la manière de gérer des chocs d'offre plus fréquents et plus importants, ce qui se révèle maintenant très pertinent. En particulier, les écarts par rapport à la cible d'inflation – dans un sens ou dans l'autre – pourraient être tolérés, tant qu'ils sont de courte durée et d'ampleur limitée, et tant que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées. Toutefois, des écarts importants et durables de l'inflation par rapport à la cible appelleraient des mesures de politique monétaire suffisamment vigoureuses ou persistantes pour maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs doit se concentrer fermement sur le moyen terme. La politique monétaire n'a pu empêcher le pic d'inflation à court terme de premier tour résultant du renchérissement de l'énergie, mais il lui appartient de veiller à ce que les effets indirects et de second tour restent limités et à ce que l'inflation revienne à la cible de manière rapide et durable.

À cet égard, les chocs d'offre, tel que celui qui est en cours, posent un dilemme aux banques centrales. Maintenir la stabilité des prix peut nécessiter une politique monétaire plus restrictive, même si elle renforce l'impact défavorable exercé sur la croissance par le choc lui-même. À condition que le

choc d'offre demeure de courte durée, on peut en faire abstraction pour éviter d'imposer des coûts inutiles à l'économie. Toutefois, si l'inflation menace de s'écarter durablement de la cible, il devient nécessaire de prendre des mesures afin de garantir que les anticipations d'inflation restent ancrées et que la répercussion de la hausse des coûts sur les prix de vente et les salaires ne donne pas lieu à une spirale salaires-prix. Par conséquent, la réaction de la politique monétaire dépend fondamentalement de la mesure dans laquelle les entreprises et les salariés intègrent le choc d'inflation initial dans leur processus de fixation des prix et des salaires. En particulier, même si les salaires doivent rattraper leur retard dans une certaine mesure, il est important de surveiller les indications allant dans le sens d'effets de second tour excessifs ainsi que tout signe que les anticipations d'inflation à moyen et long terme peuvent être en train de se désancrer, et de suivre attentivement la persistance du choc sur les prix de l'énergie.

Il serait utile à cet égard d'identifier des indicateurs d'alerte précoce à plus haute fréquence ou plus qualitatifs. Premièrement, il est important d'évaluer l'impact du choc sur les anticipations d'inflation des entreprises et des ménages, en s'appuyant sur l'enquête sur les anticipations des consommateurs, l'enquête sur l'accès des entreprises au financement et les enquêtes de la Commission européenne auprès des entreprises et des consommateurs. À cet égard, il convient de considérer l'ensemble de la distribution des anticipations d'inflation, puisque les déplacements de la queue droite pourraient se révéler instructifs pour identifier les risques de désancrage, à condition que la queue droite reflète un comportement de précurseurs (*early movers*) plutôt que celui d'agents économiques sur-réagissant au choc. Bien que les anticipations à moyen terme soient très pertinentes, il a également été souligné que les anticipations d'inflation à court terme pourraient avoir de l'importance pour les résultats de l'inflation et des salaires. Les anticipations d'inflation à court terme sont quant à elles souvent affectées par les perceptions de l'inflation, elles-mêmes fortement influencées par les prix des biens les plus importants, tels que les produits alimentaires et l'essence. Dans le même temps, il a été noté que, dans le cadre de l'évaluation des anticipations à court terme, il est nécessaire de déterminer dans quelle mesure ces anticipations reflètent simplement la compréhension que l'inflation met toujours un an ou deux à baisser après une flambée des prix, au lieu de constituer un facteur causal susceptible d'amplifier le choc. Deuxièmement, il est essentiel de surveiller le comportement des entreprises en matière de fixation des prix, car la chaîne causale allant des anticipations des ménages et des entreprises à l'inflation s'exerce par le biais de la prise de décision effective des entreprises, et les prix de vente contribueraient à évaluer si le risque d'effets de second tour est significatif et imminent. À cet égard, l'évolution des prix à la production pourrait faciliter l'évaluation des tensions en amont potentielles. Les anticipations des entreprises en matière de prix de vente, régulièrement publiées par la Commission européenne dans les indices des directeurs d'achat et dans l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, constituent un autre indicateur important. Ces sources de données pourraient être complétées par des informations tirées d'enquêtes mensuelles menées auprès des entreprises par certaines banques centrales nationales. De plus, il serait utile de suivre la fréquence de variation des prix, en partie parce qu'elle peut donner une indication précoce quant à

une éventuelle pentification de la courbe de Phillips. Plus généralement, il est important de surveiller les signes d'une éventuelle répercussion de la hausse des prix de l'énergie sur les prix des produits alimentaires ou sur ceux d'autres biens et services, les prix des biens et services à forte intensité énergétique, tels que les billets d'avion, réagissant en premier. Troisièmement, il serait utile de suivre la vigueur de la demande et l'évolution des marges bénéficiaires afin d'évaluer la capacité et la volonté des entreprises de répercuter la hausse des coûts des intrants sur les prix à la consommation. Les données à haute fréquence relatives à l'activité, à l'emploi et à la consommation revêtent probablement une importance particulière, les données quantitatives sur la croissance n'étant disponibles qu'avec un décalage important. À cet égard, outre le suivi des indicateurs standard de confiance et de sentiment des entreprises et des ménages, il serait utile de prendre en considération les données à haute fréquence qui pourraient être disponibles dans certains pays de la zone euro, telles que les informations sur les paiements par carte de crédit et les données budgétaires. Quatrièmement, il convient de suivre les indicateurs relatifs aux tensions sur le marché du travail afin d'évaluer le pouvoir de négociation des travailleurs dans les négociations salariales. À cet égard, les accords salariaux à venir devraient permettre de mieux évaluer si les revendications salariales sont poussées à la hausse par une inflation plus élevée ou limitées par une croissance économique plus faible. Cinquièmement, les indicateurs de l'inflation sous-jacente demeurent hautement pertinents, et leur évolution au cours de la période à venir devra être suivie de près afin de détecter d'éventuels signes de transmission par le biais d'effets indirects et de second tour. Il serait également utile de suivre la part du panier de l'inflation *core* pour laquelle la dynamique s'accélère. Sixièmement, il est important d'examiner les indicateurs de perturbation des chaînes d'approvisionnement, tels que les coûts du fret, les délais de livraison et les restrictions à l'exportation, car il existe un risque que la forte hausse des taux de fret déjà constatée dans le golfe Persique commence à se propager à d'autres parties du monde. Enfin, un suivi attentif des marchés financiers et des conditions financières est nécessaire, notamment pour repérer d'éventuelles questions de stabilité financière.

L'analyse de scénarios reste un outil important pour naviguer au milieu de perspectives d'inflation et de croissance très incertaines. La décision de mentionner explicitement le rôle des scénarios et des analyses de sensibilité dans la prise de décisions constitue l'un des résultats concrets de l'évaluation de la stratégie pour 2025, et les modèles ont été améliorés afin d'intégrer les enseignements tirés des expériences passées et des nombreuses crises auxquelles l'économie mondiale a été confrontée au cours des six dernières années. Par conséquent, le Conseil des gouverneurs se trouve en bonne position s'agissant des outils analytiques à sa disposition pour guider ses décisions futures. En particulier, l'analyse de scénarios est complémentaire aux projections de base et permet au Conseil des gouverneurs d'évaluer les risques associés au choc énergétique que les outils standard peinent à capturer, tels que les non-linéarités significatives et les effets de second tour. Les données disponibles peuvent ensuite faire l'objet d'un suivi afin d'évaluer quel scénario semble se cristalliser, facilitant ainsi une action rapide des autorités si nécessaire. Dans le même temps, il est important de

ne pas agir prématurément sur la base de scénarios défavorables ou sévères, à moins que les données disponibles ne suggèrent qu'ils sont de plus en plus probables.

Les membres du Conseil ont également discuté de considérations liées aux futurs choix de politique monétaire. D'ici sa prochaine réunion de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs disposera de davantage d'informations concernant la durée et l'ampleur du conflit, la persistance de ses effets sur les prix de l'énergie et les mesures de soutien budgétaire susceptibles d'être mises en œuvre, ainsi que d'un premier aperçu d'un grand nombre des indicateurs-clefs qui ont été analysés. Tous ces éléments permettront d'évaluer si la situation évolue en ligne avec les perspectives de base ou avec l'un des scénarios, même s'il peut encore être difficile de juger si une menace pèse sur l'objectif de stabilité des prix. Toutefois, il est important de se tenir prêt à agir si des éléments montrent que l'inflation à moyen terme est susceptible de s'écarter significativement de la cible en raison d'une plus grande persistance du choc ou d'effets indirects et de second tour importants entraînant des tensions inflationnistes sous-jacentes plus largement intégrées.

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 19 mars 2026](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 18-19 mars 2026

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. de Guindos, vice-président

M. Cipollone

M. Demarco

M. Dolenc
M. Elderson
M. Escrivá
M. Kazāks
M. Kažimír
M. Kocher
M. Lane
M. Makhlouf*
M. Müller*
M. Nagel*
M. Panetta
M. Patsalides*
M. Pereira
M. Radev
M. Rehn
M. Reinesch
Mme Schnabel
M. Sleijpen
M. Stournaras*
M. Villeroy de Galhau
M. Vujčić*
M. Wunsch

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

Autres participants

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

M. Kamps, secrétaire par intérim pour la politique monétaire, directeur général par intérim Politique monétaire

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

Personnes accompagnantes

Mme Bénassy-Quéré

Mme Brezigar

M. Dewachter

M. Gilbert

M. Horváth

M. Kaasik

M. Kelly

M. Koukoularides

M. López

M. Lünemann

Mme Mauderer

M. Meichenitsch

M. Nicoletti Altimari

Mme Raposo

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šiaudinis

M. Šošić

M. Tavlas

M. Välimäki

Mme Varanauskienė, remplaçante de M. Šimkus

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le 28 mai 2026.

