



Réunion des 29 et 30 avril 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 29 et le jeudi 30 avril 2026

28 mai 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, depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs qui s'est tenue les 18 et 19 mars 2026, les mouvements sur les marchés financiers de la zone euro ont continué d'être déterminés par les évolutions au Moyen-Orient et leur impact sur les prix de l'énergie. Dans un contexte de volatilité élevée, les marchés ont continué d'anticiper une persistance du choc pétrolier. Bien que les risques à la hausse se soient modérés, les prix du pétrole ont été fixés à un niveau nettement plus élevé, sur une période prolongée, qu'avant le début de la guerre au Moyen-Orient. En conséquence, les marchés ont continué d'intégrer dans leurs prix un impact inflationniste net et durable. Les *fixings* d'inflation ont encore augmenté pour 2026 et 2027. Cela suggère que les investisseurs anticipent des effets indirects ou de second tour allant au-delà de la première année du conflit, avant un retour de l'inflation à la cible de 2 % en 2028. Dans le même temps, les marchés ont continué d'anticiper une relative résilience de l'économie. Les prix des actifs risqués, y compris les actions, ainsi que les écarts de rendement des obligations souveraines et des obligations d'entreprises et le taux de change de l'euro sont revenus vers les niveaux observés avant le conflit. Les anticipations de bénéfices ont été révisées à la hausse depuis le début de la guerre, ce qui est cohérent avec l'opinion selon laquelle l'impact sur la croissance économique sera de courte durée. Dans le même temps, on a observé des surprises négatives dans les données macroéconomiques pour la zone euro. Par conséquent, des marchés d'actifs risqués dynamiques, qui oscillaient autour de leurs points hauts historiques, pourraient indiquer un excès de confiance des investisseurs compte tenu de l'ampleur et de la persistance du choc sur les prix de l'énergie. L'inflation étant toujours perçue comme le risque

dominant, les investisseurs intègrent dans leurs prix des relèvements cumulés des taux directeurs par la BCE de 73 points de base en 2026. Globalement, les conditions financières se sont assouplies depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, principalement en raison de la solidité des marchés des actifs risqués, mais elles restent légèrement plus restrictives qu'avant la guerre.

Les prix de l'énergie sont inchangés par rapport aux niveaux observés au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, mais demeurent sujets à une volatilité accrue. Les prix du pétrole ont été fortement affectés par les probabilités changeantes d'une réouverture potentielle du détroit d'Ormuz. La courbe des contrats à terme sur le Brent a diminué après le pic atteint fin mars 2026, mais reste à peu près au niveau observé au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. De plus, la courbe demeure nettement supérieure à son niveau d'avant la guerre pour les deux prochaines années, ce qui suggère que selon les intervenants de marché, le choc sur les prix de l'énergie est non seulement important, mais aussi très persistant.

Les évolutions des prix de l'énergie ont été le principal déterminant des mouvements sur les marchés financiers de la zone euro. Les anticipations d'un niveau durablement plus élevé des prix de l'énergie se sont reflétées dans la compensation de l'inflation, qui a fortement augmenté en réponse au choc énergétique, et dans la hausse des taux d'intérêt à court et à long terme. En revanche, les compartiments de marché plus risqués ont affiché des réactions moins persistantes.

L'évaluation par les investisseurs de l'impact relatif du choc énergétique sur l'inflation et la croissance a constitué un facteur-clé sous-tendant la divergence entre les réactions des marchés de taux d'intérêt et celles des compartiments pour les catégories d'actifs plus risqués. Les anticipations d'inflation établies par Consensus Economics se sont déplacées vers le haut, pour 2026 et 2027 concernant la zone euro et pour 2026 s'agissant des États-Unis. En revanche, on a observé un ajustement plus modeste des anticipations de croissance. Les projections de croissance ont légèrement diminué tant pour la zone euro que pour les États-Unis, sans toutefois faire état d'un ralentissement prononcé. Cela étant, les données récemment disponibles sont plus favorables pour les États-Unis que pour la zone euro, ce qui est cohérent avec l'impact différencié du choc sur les termes de l'échange entre les deux économies.

S'agissant de l'opinion du marché concernant les perspectives d'inflation pour la zone euro, au moment de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, les *fixings* d'inflation pour 2026 et 2027 avaient déjà fortement augmenté par rapport à leur niveau d'avant le début de la guerre au Moyen-Orient. Les derniers *fixings* ont encore légèrement augmenté pour 2026, s'échangeant à des niveaux allant jusqu'à 3,6 %. Pour 2027, les *fixings* d'inflation ont été encore plus nettement supérieurs à leurs niveaux de mars 2026. Cela suggère que les investisseurs s'attendent à des tensions inflationnistes plus persistantes, reflétant des effets indirects ou de second tour. La balance des risques pesant sur l'inflation pour les deux prochaines années comme pour les cinq

prochaines années reste clairement orientée à la hausse, avec des risques à plus long terme qui commencent à être davantage orientés à la hausse, mais les anticipations d'inflation restent bien ancrées.

Les variations de la compensation de l'inflation ont dominé les évolutions des taux sans risque de la zone euro pour toutes les échéances. Depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, les taux des *swaps* au jour le jour (OIS) de la zone euro ont fortement augmenté, la réévaluation des perspectives d'inflation poussant les taux à la hausse sur l'ensemble de la courbe et entraînant un aplatissement de la courbe des rendements nominaux. En revanche, la courbe des taux des *swaps* au jour le jour réels s'est pentifiée, les taux réels diminuant nettement sur la partie courte de la courbe par rapport à leurs niveaux d'avant la guerre et contribuant à un assouplissement des conditions financières.

Après la précédente réunion de politique monétaire qui s'est tenue les 18 et 19 mars, les marchés ont intégré dans leurs prix un nouveau resserrement de la politique monétaire. Les investisseurs sur les marchés de taux intègrent désormais pleinement dans leurs prix un relèvement de 25 points de base des taux directeurs d'ici juin 2026, deux relèvements d'ici septembre et une probabilité de 92 % d'un troisième relèvement d'ici décembre. Au moment de la précédente réunion, les participants à l'enquête auprès des analystes monétaires s'attendaient à ce que la BCE fasse abstraction du choc d'offre d'énergie, mais leurs réponses sont désormais davantage alignées sur les prix fixés par les marchés et l'anticipation médiane était de deux relèvements des taux en 2026. Aux États-Unis, les mesures des anticipations relatives aux taux directeurs extraites des instruments de marché sont restées globalement inchangées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs.

Le taux de change EUR/USD a rebondi à des niveaux proches de ceux d'avant la guerre depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. L'euro s'est initialement fortement déprécié, en termes tant bilatéraux qu'effectifs nominaux, dans la mesure où l'on s'attendait à ce que le choc sur les termes de l'échange pèse sur les devises des importateurs nets d'énergie. Toutefois, l'euro a presque entièrement effacé ses pertes ces dernières semaines. L'amélioration du sentiment à l'égard du risque au niveau mondial et les anticipations d'une politique monétaire de la BCE plus restrictive que celle des États-Unis ont contribué à son redressement.

L'optimisme des investisseurs concernant l'impact sur la croissance économique a été très visible sur les marchés boursiers, qui semblent faire largement abstraction du choc sur les prix de l'énergie. L'indice boursier de référence pour la zone euro a subi une forte correction en réponse à la guerre, mais depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, il a en partie effacé ses pertes. Aux États-Unis, les indices boursiers de référence ont même dépassé leurs niveaux d'avant la guerre et atteint de nouveaux points hauts historiques, à la faveur d'un regain d'optimisme quant à l'impact potentiel de l'intelligence artificielle. Une analyse fondée sur des modèles a montré que le principal facteur à l'origine de la baisse initiale des prix des actions de la zone euro a été la hausse des taux sans risque. Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 18 et 19 mars, des

anticipations plus élevées de bénéfices à plus long terme ont poussé à la hausse les marchés d'actions de la zone euro, tandis que l'augmentation des primes de risque les a tirés dans la direction opposée. Sur l'ensemble de la période écoulée depuis le début de la guerre, les anticipations de bénéfices ont été globalement révisées à la hausse, ce qui indique que les analystes ne s'attendent pas à ce que la guerre ait un impact durable sur les bénéfices des entreprises.

En ligne avec l'amélioration du sentiment à l'égard du risque, les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro se sont également resserrés par rapport aux pics enregistrés durant la seconde quinzaine de mars. La dispersion des écarts de rendement souverains de la zone euro est restée contenue sur l'ensemble de la période écoulée depuis le début de la guerre. Cela semble refléter non seulement la perception par les marchés que les retombées économiques réelles du choc énergétique seraient limitées, mais également les anticipations d'une réponse budgétaire prudente, car les mesures prises pour protéger les ménages et les entreprises du renchérissement de l'énergie demeurent limitées jusqu'à présent. Un autre facteur soutenant les marchés d'obligations d'État de la zone euro a été l'augmentation des flux entrants de fonds mondiaux dans le secteur des obligations souveraines européennes, signe du maintien de la confiance dans la dette souveraine européenne. Sur les marchés des obligations d'entreprises, la fixation des prix est également restée optimiste. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises à haut rendement (*high-yield*) de la zone euro se sont temporairement élargis au début de la guerre, mais la hausse est restée contenue. Globalement, les conditions financières pour la zone euro se sont initialement durcies en réaction à la guerre, mais se sont assouplies depuis la dernière réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en raison du dynamisme des actifs risqués.

Mme Schnabel a conclu en résumant la manière dont l'essor des marchés financiers tokenisés pourrait affecter le fonctionnement des marchés et la mise en œuvre de la politique monétaire. La finance tokenisée a connu une expansion rapide ces dernières années et se concentre sur trois segments : les *stablecoins*, la finance décentralisée et les actifs traditionnels tokenisés, avec une prédominance des *stablecoins*. L'adoption plus large de la finance tokenisée prendra du temps, car elle est contenue par des barrières réglementaires et structurelles. D'un point de vue de banque centrale, la fragmentation de la liquidité reste une préoccupation essentielle en lien avec les marchés financiers tokenisés. Du côté positif, la tokenisation devrait entraîner des gains d'efficacité importants, par exemple en réduisant le coût des émissions d'obligations et des processus de post-marché, et en atténuant le risque de règlement via un règlement quasi-instantané des transactions. Compte tenu du développement rapide de la tokenisation, il est important d'encourager ces évolutions par le biais des activités d'innovation propres à l'Eurosystème, en particulier dans le contexte des projets Pontes et Appia en cours.

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. Les informations disponibles depuis la réunion de mars sont globalement conformes à la précédente évaluation par le Conseil des gouverneurs des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent. La guerre au Moyen-Orient a provoqué une forte augmentation des prix de l'énergie, qui pousse l'inflation à la hausse et pèse sur le climat économique. Les effets de la guerre sur l'inflation à moyen terme et l'activité économique dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie et de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour.

S'agissant tout d'abord des évolutions de l'inflation dans la zone euro, l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 2,6 % en mars, après 1,9 % en février. Cette dynamique est entièrement due à la flambée des prix de l'énergie causée par la guerre au Moyen-Orient. La variation des prix de l'énergie a bondi pour s'établir à 5,1 % en mars, après - 3,1 % en février, tandis que l'inflation hors énergie s'est encore ralentie, à 2,3 % après 2,4 % en février. Sur la base des données par pays disponibles jusqu'à présent, les services de la BCE s'attendaient à ce que l'estimation rapide d'Eurostat pour l'inflation mesurée par l'IPCH en avril – qui devait être publiée le 30 avril – se situe dans une fourchette comprise entre 3,0 % et 3,1 %, globalement en ligne avec les projections de mars 2026. L'accélération projetée de l'inflation totale à partir de février reflète une forte hausse attendue de l'inflation dans le secteur de l'énergie.

Les indicateurs relatifs à l'inflation sous-jacente ont peu varié ces derniers mois. L'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires continuent de signaler une baisse des coûts de main-d'œuvre courant 2026. Dans le même temps, les enquêtes ont indiqué une hausse des autres composantes du coût de la main-d'œuvre.

Les mesures de la compensation de l'inflation à court terme se sont établies à 3 % ou légèrement au-dessus pour la période allant jusqu'à la fin du premier trimestre 2027. Les marchés intègrent dans leurs prix une forte baisse de l'inflation au deuxième trimestre 2027 et une convergence vers la cible en 2028. À plus long terme, l'inflation devrait se stabiliser au niveau de la cible. La compensation de l'inflation anticipée à un an dans deux ans s'est établie à 2,18 % et la compensation de l'inflation anticipée à cinq ans dans cinq ans est ressortie à 2,15 %, ce qui, une fois corrigé des primes de risque, est cohérent avec une inflation à la cible. Lors des dernières campagnes de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et de l'enquête auprès des analystes monétaires, les réponses médianes aux deux enquêtes ont montré que les anticipations d'inflation avaient été révisées à la hausse à court terme, mais restaient à la cible à moyen terme. Tandis que les anticipations médianes des consommateurs relatives à l'inflation à un an et à trois ans ont fortement augmenté, les anticipations médianes d'inflation à cinq ans n'ont été que légèrement révisées à la hausse, de 2,3 % à 2,4 %, revenant au niveau observé fin 2025. Les derniers résultats de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement indiquent que les anticipations d'inflation des entreprises ont été révisées

à la hausse principalement sur les horizons à court terme, tandis que les anticipations médianes à trois ans et à cinq ans n'ont pratiquement pas changé. En résumé, considérées dans leur ensemble, les informations disponibles suggèrent que les anticipations d'inflation à long terme sont bien ancrées au niveau de la cible. Dans le même temps, les mesures de la balance des risques pesant sur l'inflation extraites des instruments de marché, fondées sur des analyses d'experts et tirées d'enquêtes font toutes état de risques à la hausse, en particulier à court terme.

L'activité économique mondiale a relativement bien résisté, mais la guerre au Moyen-Orient pèse sur les marchés de l'énergie, la confiance et les perspectives de croissance à court terme. Tout en demeurant en territoire expansionniste, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) au niveau mondial est revenu de 53,5 en février à 50,9 en mars. Le renchérissement de l'énergie commence à freiner les dépenses de consommation, ce qui devrait peser de plus en plus sur l'activité au cours des prochains trimestres. Le commerce mondial n'a jusqu'à présent été que modérément affecté, tandis que les perturbations plus larges du transport maritime sont demeurées contenues et les coûts du fret généralement stables. Les indicateurs tirés d'enquêtes vont néanmoins dans le sens d'un affaiblissement des échanges commerciaux au cours de la période à venir.

S'agissant des prix des matières premières, les mouvements des prix de l'énergie reflètent les évolutions de la guerre au Moyen-Orient. La dernière courbe des contrats à terme sur le pétrole est restée élevée et, pour 2026, elle s'est établie environ 20 % au-dessus des hypothèses de base pour les projections de mars 2026 établies par les services de la BCE. Pour l'avenir, les prix actuels pour 2027 sont proches des projections de base pour mars, ce qui est cohérent avec le fait que les marchés s'attendent à une résolution de la crise d'ici l'année prochaine. Les dernières courbes à terme pour les prix du gaz naturel européen sont nettement inférieures aux hypothèses de base pour les projections de mars. S'agissant du profil d'évolution, les contrats à terme impliquent que les prix du gaz n'afficheront pas de réelle tendance au second semestre 2026, puis baisseront assez fortement en 2027 et 2028. La courbe des contrats à terme de l'indice synthétique des prix des matières premières énergétiques (*synthetic energy commodity price index*, SECPI), qui est une moyenne pondérée des prix du gaz et du pétrole, n'est que légèrement supérieure aux hypothèses des projections de base de mars. Au sein du SECPI, le déplacement vers le haut de la courbe des contrats à terme sur le pétrole depuis mars a été largement contrebalancé par le déplacement vers le bas de la courbe des contrats à terme sur le gaz.

L'euro s'est apprécié depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, augmentant d'environ 1,5 % vis-à-vis du dollar en termes bilatéraux et de 0,7 % en termes effectifs nominaux. Sa dépréciation au début de la guerre au Moyen-Orient s'est ensuite inversée et il se négocie actuellement à un niveau proche de ceux observés au début de l'année.

L'économie de la zone euro affichait un certain dynamisme lorsque les turbulences en cours ont débuté, mais les indicateurs avancés laissent supposer que le conflit au Moyen-Orient commence à peser sur l'activité dans un contexte de perspectives très incertaines. Les projections de mars établies par les services de la BCE prévoyaient que la croissance du PIB en volume s'établirait à 0,3 % et que

l'emploi augmenterait de 0,1 % au premier trimestre 2026. La publication de l'estimation rapide d'Eurostat pour ces chiffres est attendue le 30 avril. Toutefois, les perspectives économiques sont très incertaines et dépendront de la durée de la guerre au Moyen-Orient et de l'importance de ses effets sur les marchés de l'énergie et des autres marchés de matières premières, ainsi que sur les chaînes d'approvisionnement mondiales. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production s'est inscrit en baisse à 48,6 en avril après 50,7 en mars, indiquant une contraction de l'activité pour la première fois depuis décembre 2024. Ce recul est entièrement attribuable au ralentissement de l'activité dans les services. L'activité manufacturière s'est maintenue sous l'effet des dépenses de défense en Allemagne et de l'accumulation des stocks en prévision de l'incidence du choc énergétique. L'allongement des délais de livraison et la hausse du coût des intrants laissent entrevoir une montée des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. L'indicateur du climat économique de la Commission européenne a nettement diminué en avril, dans le prolongement de la baisse enregistrée en mars. Cette évolution résulte pour l'essentiel d'un net recul de la confiance des consommateurs et signale clairement un affaiblissement de la dynamique de croissance.

Bien que le chômage reste à un niveau proche de ses points bas historiques, la publication des chiffres de mars étant attendue le 30 avril, la demande de main-d'œuvre s'est encore ralentie. Selon les estimations établies par les services de la BCE, le taux de vacance d'emploi devrait continuer de diminuer, après être passé de 2,2 % au premier trimestre 2025 à 2,1 % au premier trimestre 2026. L'indice PMI composite relatif à l'emploi s'est établi à 49,8 en avril, reflétant des hausses aussi bien dans le secteur manufacturier, où il continue de se situer nettement au-dessous du seuil de 50 indiquant une contraction, que dans celui des services, où il est resté légèrement au-dessus de ce seuil.

S'agissant des politiques budgétaires, les mesures de compensation des prix de l'énergie récemment annoncées par les gouvernements ont été jusqu'ici de faible ampleur, et principalement axées sur la fiscalité indirecte sur l'énergie et sur des subventions ciblées, de sorte que l'orientation budgétaire de la zone euro devrait être légèrement plus expansionniste en 2026 qu'attendu précédemment, et légèrement plus restrictive en 2027.

En ce qui concerne les conditions de financement, la guerre au Moyen-Orient a entraîné une volatilité considérable sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales sont restées plus restrictives qu'avant la guerre. Le coût du financement par endettement de marché est ressorti en hausse à 3,9 % en mars après 3,5 % en février. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises s'est inscrit en hausse à 3,2 % en mars, après 3,0 % en février, tandis que celui des émissions d'obligations d'entreprises est revenu à 3,9 %, après 4,5 % en février. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi de prêts aux entreprises se sont durcis au premier trimestre 2026. Cette évolution résulte des inquiétudes croissantes des banques face aux risques économiques auxquels sont confrontés leurs clients. La demande de prêts émanant des entreprises a légèrement fléchi au premier trimestre, notamment en ce qui concerne l'investissement fixe. La dernière campagne de l'enquête sur l'accès des entreprises

au financement fait état d'un nouveau durcissement des conditions financières pour les entreprises, confirmant globalement les signaux tirés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire.

Considérations de politique monétaire et options possibles

M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs laisse inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les informations devenues disponibles sont globalement cohérentes avec la précédente évaluation du Conseil des gouverneurs relative aux perspectives d'inflation et aux risques entourant ces perspectives. Le Conseil des gouverneurs reste en bonne position pour faire face à l'incertitude actuelle et rassembler davantage d'informations sur les implications de la guerre pour l'inflation et l'activité économique à moyen terme. Ces dernières dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour. D'ici à la prochaine réunion en juin, le Conseil des gouverneurs devrait disposer de plus d'informations, et notamment de nouvelles projections et de nouveaux points de données pour avril et mai, ainsi que de davantage de clarté sur l'évolution de la guerre, ce qui l'aidera à évaluer les implications pour l'orientation de la politique monétaire. Dans ce contexte, l'approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, sans engagement à l'avance sur une trajectoire de taux particulière, continue d'offrir un cadre solide pour la détermination de l'orientation appropriée de la politique monétaire.

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

Analyses économique, monétaire et financière

S'agissant de l'analyse économique, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction.

S'agissant tout d'abord de l'environnement extérieur, la guerre au Moyen-Orient a pesé sur les marchés de l'énergie, sur la confiance et sur les perspectives de croissance à court terme. Au niveau mondial, l'incertitude reste élevée, tout comme la volatilité sur les marchés. L'activité économique mondiale a continué de résister relativement bien jusqu'ici, ce qui est cohérent avec les projections de base de mars établies par les services de la BCE. Cependant, plus le conflit et la fermeture du détroit d'Ormuz dureront, plus leurs effets macroéconomiques défavorables seront importants et persistants. Les perturbations sur les marchés de l'énergie se prolongent et se répercutent sur l'économie et les chaînes d'approvisionnement mondiales, et il est de plus en plus probable que leurs effets aussi bien sur l'inflation que sur la croissance économique seront plus persistants et plus étendus. Les évolutions

les plus récentes sur les marchés du pétrole suggèrent que l'on s'éloigne des hypothèses qui sous-tendent les projections de base de mars établies par les services de la BCE.

Bien que les perspectives économiques mondiales se soient affaiblies dans une certaine mesure, l'économie mondiale jusqu'ici a fait preuve de résilience. Cependant, l'impact économique de la guerre au Moyen Orient n'est pas le même partout. Les pays asiatiques sont les plus touchés, en particulier les pays d'Asie du Sud-Est, mais aussi la Chine et l'Inde, en grande partie en raison de leur dépendance relativement élevée à l'égard des importations d'énergie en provenance du Moyen-Orient. Les perspectives de croissance économique à court terme des États-Unis se sont également affaiblies, mais dans des proportions relativement faibles, le pays étant producteur de pétrole et de gaz. En outre, l'intelligence artificielle a constitué un choc d'offre positif, et pour l'économie américaine, les investissements associés ont constitué une force venant largement contrer l'impact de la guerre.

S'agissant des évolutions sur les marchés du pétrole, les prix sur les marchés au comptant sont nettement plus élevés que ceux des contrats à terme aux échéances les plus courtes, reflétant en partie les perturbations et les tensions sur le marché physique du pétrole. Cela soulève la question de savoir quels prix sont les plus importants pour les perspectives économiques et comment ce décalage pourra se répercuter. Le prix au comptant pourrait se révéler plus important pour l'impact économique immédiat, puisqu'il s'agit du prix auxquelles sont confrontées les entreprises achetant du pétrole aujourd'hui. Néanmoins, les prix des contrats à terme jouent un rôle clé dans les hypothèses utilisées pour les projections, et contiennent des indications sur l'évaluation des perspectives par le marché qui suggèrent actuellement que le choc sur les prix de l'énergie pourrait être persistant, bien qu'un certain degré de normalisation sur les marchés de l'énergie soit prévu au fil du temps. Selon les anticipations actuelles, il est probable que l'écart entre les prix au comptant et ceux des contrats à terme persistera au cours des prochains mois, les prix au comptant convergeant ensuite vers les prix des contrats à terme. Cependant, il a été reconnu que les prix des contrats à terme pourraient évoluer vers les prix au comptant, en particulier si la résolution du conflit n'intervenait pas rapidement. En 2022, les prix au comptant avaient dépassé les prix des contrats à terme pendant une période prolongée – de près d'un an. Par conséquent, il a été rappelé que les prix actuels des contrats à terme sur le pétrole pourraient se situer au bas de la fourchette de ce qui finirait par se matérialiser, ce qui aurait une incidence sur les perspectives aussi bien d'inflation que de croissance. En revanche, l'annonce récente par les Émirats arabes unis de leur intention de quitter l'OPEC pourrait exercer une incidence baissière sur les prix futurs du pétrole, notamment après la résolution du conflit.

Au cours des six prochaines semaines, la situation sur les marchés de l'énergie, et plus particulièrement sur les marchés du pétrole, pourrait atteindre un tournant. D'une part, si le flux de produits énergétiques transitant par le détroit d'Hormuz augmentait, il est probable que les prix du pétrole au comptant et à terme réagiraient favorablement. Mais, même dans ce cas, la normalisation des prix du pétrole et du gaz pourrait prendre un certain temps, les autorités d'Arabie saoudite et du Qatar ayant averti que la réparation des installations détruites nécessiterait un certain délai. D'autre

part, si le conflit se prolonge ou même s'aggrave, la situation sur les marchés de l'énergie deviendrait probablement plus critique encore, avec un renchérissement supplémentaire aussi bien des prix du pétrole au comptant et des contrats à terme que de ceux du gaz naturel, et une augmentation des probabilités de pénurie. L'Agence internationale de l'énergie a récemment élevé cette perspective au rang de préoccupation majeure.

Une différence entre les évolutions des prix de l'énergie aujourd'hui et en 2022 tient au fait que, jusqu'ici, la hausse des prix du gaz naturel européen est nettement plus contenue. Cela résulte de deux facteurs principaux : la crise actuelle n'est pas centrée sur l'Europe, et les marchés de l'énergie européens, notamment ceux du gaz et de l'électricité, sont devenus plus résilients, en partie en raison de l'utilisation accrue des énergies renouvelables et de la diversification des sources d'approvisionnement, en particulier les importations de gaz naturel liquéfié (GNL). Pour l'avenir, l'une des raisons avancées par les analystes pour expliquer l'optimisme relatif des marchés s'agissant des prix du gaz est la probabilité que la quantité de gaz liquéfié naturel disponible augmente encore davantage au cours des prochaines années. Il a également été noté que cette fois, l'incidence sur les prix du gaz affecte davantage les économies asiatiques, notamment la Chine et l'Inde. Cela étant, il a été rappelé que, si le renchérissement des prix du gaz est demeuré plus contenu cette fois, la situation en Europe pourrait se détériorer si les stocks de gaz n'avaient pas été suffisamment reconstitués d'ici au début de la saison de chauffage à l'automne.

Le conflit et le cessez-le-feu se poursuivent, avec une incertitude élevée quant à la suite des événements. La valorisation actuelle sur les marchés du pétrole et la courbe des contrats à terme en situation de déport important (*backwardation*, une pente négative) pourrait être jugées cohérentes avec le point de vue selon lequel la résolution du conflit serait proche. Cependant, il est également possible que cette valorisation repose sur une évaluation trop optimiste de la situation.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil ont noté que l'économie de la zone euro s'était modérément renforcée lorsque les turbulences actuelles ont débuté. Cependant, depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, l'environnement économique s'est nettement détérioré et l'incertitude est exceptionnellement élevée, le conflit pesant sur la confiance, sur les marchés de l'énergie et sur les perspectives de croissance à court terme. Par conséquent, les perspectives relatives à l'activité économique dans la zone euro se sont détériorées depuis le début du conflit. Il existe déjà des signes que la situation pèse sur la confiance et sur l'activité, notamment dans les données d'enquêtes mais aussi dans les données quantitatives. Dans le même temps, il a été noté qu'il n'y a jusqu'ici que peu de nouvelles données quantitatives et que les éléments tirés de ces données concernant les effets du choc restent jusqu'à présent limités. Les résultats publiés le jeudi 30 avril au matin pour la croissance du PIB au premier trimestre, à 0,1 %, sont plus faibles qu'attendu. Cependant, il a été observé que les résultats sont plus élevés, à 0,2 %, en excluant l'Irlande. S'agissant des données nationales publiées, il a été noté que les données pour l'Allemagne sont légèrement plus favorables que prévu, tandis que la croissance française est étale au premier trimestre et plus faible qu'attendu. Des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles la nature plus

globale du choc pourrait signifier que la fourchette de croissance future pourrait être plus large qu'envisagé, en particulier à la baisse. En ce qui concerne les données qualitatives disponibles pour le deuxième trimestre, l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la zone euro s'est inscrit en recul en avril. Cette baisse est principalement attribuable au ralentissement de l'activité dans les services. Bien que l'activité manufacturière se soit maintenue et soit encore perçue comme en expansion, il est difficile de savoir dans quelle mesure ces éléments sont rassurants, étant donné qu'ils pourraient n'être que le reflet d'anticipations des exportations par précaution. Il a également été noté que l'indicateur du climat économique de la Commission européenne a nettement diminué en avril, dans le prolongement de la baisse enregistrée en mars, avec un recul particulièrement prononcé de la confiance des consommateurs.

Malgré les signes d'un certain affaiblissement, il a été avancé que la zone euro avait fait preuve d'adaptabilité et de résilience ces dernières années et qu'il y avait lieu de penser que cette tendance pourrait se poursuivre. Un des facteurs à prendre en compte est que la zone euro est désormais moins dépendante des combustibles fossiles. En outre, selon les informations ressortant de l'enquête téléphonique auprès des entreprises, les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures, les investissements dans l'intelligence artificielle et la poursuite de la croissance de l'emploi sont autant de facteurs indiquant une certaine résilience de la consommation et de l'investissement. Dans le même temps, il a été avancé que les signaux tirés d'enquêtes devaient être interprétés avec prudence, car ils peuvent surestimer l'évolution des fondamentaux sous-jacents, les informations issues d'autres sources ne montrant pas clairement si la situation a effectivement évolué fortement depuis mars. De plus, une incertitude durablement élevée, la forte hausse des coûts de l'énergie, la baisse de la confiance des consommateurs, certains signes d'affaiblissement des marchés du travail et le durcissement des conditions financières et de crédit pèsent sur les perspectives économiques. En outre, il a été noté que les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement pourraient également avoir un impact négatif sur l'activité économique, en plus des incidences haussières qu'ils peuvent exercer sur l'inflation.

S'agissant des principales composantes du PIB – la consommation, l'investissement et les échanges commerciaux – des signaux contrastés indiquent à la fois une résilience et une fragilité. Des craintes ont été exprimées quant à un affaiblissement plus prononcé que prévu de la consommation privée, sous l'effet conjugué d'une hausse des prix de l'énergie et d'une baisse de la confiance des ménages. Néanmoins, certains facteurs, y compris le marché du travail et la croissance des salaires, sont restés globalement favorables à la consommation. Les signaux sont contrastés à la fois pour l'investissement dans l'immobilier résidentiel et l'investissement des entreprises. Si l'indicateur composite de la Commission européenne relatif à l'activité dans la construction s'est renforcé, l'indice des directeurs d'achat relatif à la production de logements a légèrement diminué et les données du premier trimestre pour la France suggèrent également un affaiblissement de l'activité dans le secteur immobilier. À plus long terme, la hausse attendue des taux hypothécaires ainsi que le durcissement des conditions de crédit et des critères d'octroi de prêts pourraient peser sur les perspectives de l'immobilier résidentiel.

En ce qui concerne l'investissement des entreprises, la forte incertitude ainsi que le durcissement des conditions de financement et des critères d'octroi de prêts créent des facteurs défavorables. Toutefois, les indicateurs à court terme, tels que l'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance (à l'exception de la composante actifs incorporels) et l'indice PMI relatif aux biens d'équipement, se sont de nouveau améliorés en mars. Les dépenses de défense et d'infrastructures, ainsi que les investissements liés aux technologies et à l'intelligence artificielle, devraient apporter un soutien supplémentaire à l'investissement. Dans le même temps, les volumes d'exportation, en particulier vers les États-Unis, ont diminué par rapport aux niveaux de 2024, tandis que les importations ont augmenté, notamment en provenance de Chine et d'Asie du Sud-Est. À plus long terme, la guerre pourrait entraîner un affaiblissement de la demande extérieure, accentuant les difficultés persistantes liées aux droits de douane américains et à la forte concurrence de la Chine.

Le marché du travail est resté largement résilient, même si des signes indiquent un certain assouplissement des tensions, en particulier par rapport à la situation de 2022. D'une part, le taux de chômage est resté proche de ses points bas historiques et devrait y rester, et l'indice PMI relatif à l'emploi est demeuré globalement stable en avril. D'autre part, des éléments indiquent une certaine baisse du nombre d'emplois vacants et des taux de vacance d'emplois.

Les membres ont examiné les implications d'un choc actuel de nature plus mondiale que celui de 2022, qui avait principalement touché l'Europe. Il a été expliqué que, dans un modèle multisectoriel avec des réseaux de production, un choc mondial générerait un impact plus négatif sur l'activité économique ainsi que des tensions plus fortes sur les prix à l'importation qu'un choc local, car des coûts de l'énergie plus élevés sont intégrés dans les prix des importations de biens intermédiaires et finaux. Il a toutefois été précisé que, si un choc mondial entraînait un impact plus important pour une ampleur de choc donnée, cela ne signifiait pas pour autant que le choc actuel ou son impact serait nécessairement plus important, puisque cela dépendait de l'ampleur finale du choc, de sa durée et de sa composition.

Outre le fait qu'il s'agit d'un choc d'offre, des inquiétudes ont été formulées concernant d'éventuelles contraintes d'offre généralisées, qui auraient des répercussions tant sur l'activité que sur l'inflation. Si les indications à cet égard étaient jusqu'à présent relativement limitées, certains signaux sont devenus plus évidents, tels que l'allongement des délais de livraison, et plus le conflit persiste, plus il est probable que ces contraintes vont s'accroître. Des contraintes physiques d'offre sont déjà apparentes sur les marchés de l'énergie, affectant les quantités, les niveaux des stocks et les prix. Les informations provenant des principaux pays maritimes suggèrent que le transport de fret est détourné des corridors à haut risque pour emprunter la route plus longue *via* le Cap de Bonne Espérance. Cela pourrait entraîner à la fois une augmentation des coûts de transport et un allongement des délais de livraison, ce qui, par conséquent, pourrait exercer de nouvelles tensions sur les prix et créer des goulets d'étranglement du côté de l'offre. À plus long terme, le risque de perturbations généralisées des chaînes d'approvisionnement a été considéré comme un problème majeur.

S'agissant de la politique budgétaire, les membres du Conseil ont souligné le besoin urgent de renforcer l'économie de la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. Il a été souligné que toute réponse budgétaire au choc des prix de l'énergie devrait être temporaire, ciblée et adaptée. Cela est particulièrement important dans la mesure où la marge de manœuvre budgétaire est actuellement plus limitée qu'en 2022. En outre, il a été noté que, si la réponse budgétaire avait été relativement contenue jusqu'à présent, à moins de 0,1 % du PIB de la zone euro, une détérioration de la situation pourrait accentuer la nécessité de mesures supplémentaires.

Concernant les politiques structurelles, les membres du Conseil ont souligné que les réformes visant à renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et à accélérer la transition énergétique afin de réduire la dépendance à l'égard des combustibles fossiles étaient plus indispensables que jamais. L'achèvement de l'union pour l'épargne et l'investissement est essentiel pour financer l'innovation, soutenir les transitions verte et numérique et améliorer la productivité. 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 de l'UE favoriseraient une croissance plus rapide des entreprises européennes.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives de croissance étaient orientés à la baisse, les risques s'étant accentués depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars. La guerre au Moyen-Orient constitue encore un risque baissier pour l'économie de la zone euro, accentuant la volatilité de l'environnement politique mondial. Une perturbation prolongée de l'approvisionnement en énergie pourrait entraîner une nouvelle augmentation des prix de l'énergie, plus importante et plus durable qu'anticipé actuellement. Ces facteurs pourraient éroder les revenus et rendre les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Le frein à la croissance s'intensifierait si la fermeture des principales routes maritimes provoquait de fortes pénuries d'intrants clés, contraignant les entreprises de la zone euro à réduire leur production. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux pourrait freiner davantage la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient exacerber les perturbations sur 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. En revanche, la croissance pourrait être plus élevée si l'économie faisait preuve d'une meilleure capacité d'adaptation face aux perturbations causées par la guerre au Moyen-Orient ou si le conflit se résolvait plus rapidement 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 doper 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. Les informations récentes sont globalement cohérentes avec l'évaluation précédente des perspectives d'inflation et, si les risques à la hausse pesant sur l'inflation se sont accentués, les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué au cours des derniers mois. Même si les anticipations d'inflation ont fortement augmenté à court terme, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent à 2 % environ, soutenant la stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat publiée le 30 avril à 11 heures, l'inflation s'est accentuée pour s'établir à 3,0 % en avril, après 2,6 % en mars et 1,9 % en février. Cette augmentation s'explique par la hausse des prix de l'énergie provoquée par la guerre au Moyen-Orient. La hausse des prix de l'énergie s'est accélérée pour s'établir à 10,9 % en avril après 5,1 % en mars et – 3,1 % en février. Le renchérissement de l'énergie ne se reflète pas encore dans des factures d'électricité plus élevées, mais certaines augmentations pourraient se matérialiser au cours des prochains mois. Les prix de gros du gaz naturel ont diminué depuis mars, mais des risques pèsent sur l'approvisionnement en gaz naturel, en particulier en GNL, sur le marché mondial, ce qui pourrait entraîner une augmentation des prix du gaz plus tard dans l'année. La hausse des prix des produits alimentaires s'est légèrement accélérée pour atteindre 2,5 % en avril, après 2,4 % en mars, mais est restée inchangée par rapport à février. Pour l'avenir, même si des pressions à la baisse liées aux reculs passés des prix mondiaux des matières premières alimentaires pourraient persister, les prix des engrais exercent une pression à la hausse, et les entreprises ont relevé leurs anticipations relatives aux prix de vente dans les secteurs liés à l'alimentation, selon l'enquête sur l'accès des entreprises au financement. L'inflation hors énergie et produits alimentaires a diminué pour s'établir à 2,2 % en avril, après 2,3 % en mars, reflétant un ralentissement de l'inflation dans les services, qui est revenue à 3,0 % après 3,2 % en mars. La hausse des prix des biens est passée de 0,5 % en mars à 0,8 %.

Il a été avancé que le choc actuel avait jusqu'à présent été plus contenu qu'en 2022 et qu'il était donc moins susceptible de déclencher des effets non linéaires. Un autre facteur compensateur possible est que cette fois-ci, l'impact sur les prix du gaz est beaucoup plus faible qu'en 2022, lorsque les prix du gaz en Europe avaient été particulièrement touchés. Il a néanmoins été rappelé que l'incidence inflationniste d'un choc mondial sur les prix de l'énergie pourrait être amplifiée par le biais des chaînes d'approvisionnement, y compris *via* des importations plus coûteuses en provenance de Chine. Cela pourrait accentuer la hausse des prix des biens industriels non énergétiques, ce qui signifie que le schéma observé précédemment d'une inflation plus élevée dans les services compensée par une hausse plus modérée des prix des biens industriels non énergétiques pourrait disparaître, faisant peser des risques à la hausse sur l'inflation *core*. Dans le même temps, l'inflation en Chine devrait rester faible en termes relatifs et continuerait donc à exercer un effet modérateur sur la hausse des prix des biens industriels non énergétiques. Les membres du Conseil se sont également demandé si

la situation actuelle devait être considérée comme un choc unique ou plutôt comme un enchaînement de chocs – par exemple, tout d’abord sur le pétrole avant d’affecter plus tard les engrais, puis les produits alimentaires.

S’agissant des éventuels effets indirects et de second tour liés au choc énergétique, il a été noté que certains effets, en particulier les effets indirects, étaient inévitables et que les principales questions porteraient sur leur étendue, leur ampleur, leur calendrier et leur durée. En ce qui concerne leur durée, il a été noté que le délai de transmission des chocs pétroliers aux rubriques de l’IPCH identifiées comme sensibles à l’énergie variait d’un mois pour les carburants à plus de 15 mois pour d’autres rubriques sensibles à l’énergie, tels que les produits carnés, lorsqu’il est mesuré selon l’impact maximal. Le risque d’effets de second tour a été jugé comme dépendant principalement des anticipations d’inflation ainsi que des comportements en matière de fixation des salaires et des prix. S’agissant des salaires, aucun signe d’effet de second tour n’a été observé à ce jour, et il a été suggéré que de tels effets, le cas échéant, ne se matérialiseraient probablement pas avant 2027. Toutefois, l’enquête téléphonique auprès des entreprises et l’enquête auprès des prévisionnistes professionnels montraient déjà de légères révisions à la hausse de la croissance attendue des salaires.

Les données tirées d’enquêtes indiquent une augmentation des anticipations des entreprises concernant les composantes des coûts non salariaux et les prix de vente, ce qui suggère que des effets indirects se matérialisent, même si les données quantitatives disponibles sont jusqu’à présent encore limitées. Les estimations rapides des indices PMI pour le mois d’avril font état de la hausse la plus rapide des coûts des consommations intermédiaires pour les entreprises depuis 2022 et les anticipations relatives aux prix de vente ont augmenté pour atteindre leur plus haut niveau en trois ans. Des tensions ont également été observées dans d’autres enquêtes, telles que l’enquête de la Commission européenne auprès des entreprises et l’enquête téléphonique auprès des entreprises. Outre l’ampleur des hausses des coûts des consommations intermédiaires, l’étendue et la rapidité de la transmission du choc énergétique dépend également du comportement des entreprises en matière de fixation des prix, et en particulier de la fréquence de cette fixation. Il a été avancé qu’au cours de la période de faible inflation antérieure à 2022, les entreprises avaient peu de latitude pour augmenter leurs prix fréquemment, tandis que la poussée de l’inflation en 2022 pourrait avoir conduit à une augmentation de la propension à modifier les prix. Même si peu de données quantitatives indiquent encore une modification de la fréquence de fixation des prix, des données empiriques provenant d’économistes d’entreprises font état d’un changement dans la gouvernance des ajustements de prix, augmentant la capacité des entreprises à modifier les prix. Il a été avancé qu’au cours de la période de faible inflation antérieure à 2022, toute hausse de prix aurait constitué une décision majeure pour une entreprise et aurait nécessité l’accord du directeur financier ou du directeur général. De telles décisions pourraient désormais souvent être prises au niveau des lignes d’activité. Toutefois, il a été souligné que la capacité à répercuter les hausses des coûts dépendait également de la vigueur de la demande agrégée, ainsi que des tensions sur le marché du travail. La demande agrégée est

actuellement plus faible qu'en 2022, et le marché du travail apparaît moins tendu. Dans l'ensemble, si la direction des variations des prix est relativement claire, leur ampleur reste à déterminer.

Les anticipations d'inflation ont fortement augmenté sur les horizons plus courts, tandis que la plupart des mesures des anticipations à plus long terme se sont établies autour de 2 %, soutenant l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme. S'agissant des mesures à plus court terme de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, les *fixings* d'inflation ont fortement augmenté pour 2026 et, dans une certaine mesure, pour 2027. Au-delà du court terme, même si les taux des *swaps* indexés sur l'inflation ont enregistré une certaine hausse – le taux anticipé à un an dans un an s'établissant à 2,3 % environ –, deux considérations doivent être prises en compte. Premièrement, des répercussions sur l'année 2027 sont à prévoir en raison d'effets indirects décalés. Ainsi, à l'heure actuelle, des mesures prospectives à des horizons légèrement plus longs pourraient fournir des informations supplémentaires, car elles seraient exemptes d'effets à court terme. Deuxièmement, il est également important de tenir compte des primes de risque d'inflation, les mesures des véritables anticipations d'inflation – fondées sur les mesures de compensation de l'inflation corrigées de ces primes – continuant de s'établir autour de 2 %. Les campagnes d'avril 2026 de l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels et de l'enquête auprès des analystes monétaires ont montré que, même si les experts ont fortement révisé à la hausse leurs anticipations d'inflation pour 2026, les anticipations pour les années suivantes restent globalement inchangées à des niveaux proches de 2 %. Cela étant, il a été souligné que la distribution des anticipations d'inflation s'est déplacée vers la droite, y compris pour l'inflation *core*, à court et moyen termes. L'enquête sur les anticipations des consommateurs a montré que les anticipations d'inflation des ménages se sont nettement redressées au-delà du court terme. La médiane des anticipations à trois ans a augmenté de 0,5 point de pourcentage et se situe actuellement juste au-dessous du pic atteint lors de la poussée de l'inflation de 2022, tandis que la moyenne se situe à un point haut historique. Les anticipations médianes à cinq ans ont augmenté plus marginalement, même si la moyenne a atteint son niveau le plus élevé jamais enregistré, indiquant des mouvements dans la queue de la distribution.

Dans le même temps, il a été noté que les données d'enquêtes doivent être interprétées avec une certaine prudence, car toute détérioration pourrait être déterminée par le sentiment plutôt que par une modification significative des fondamentaux sous-jacents. S'agissant des entreprises, il a été noté que l'enquête sur l'accès des entreprises au financement indique des anticipations d'inflation plus élevées, principalement à court terme, mais montre également des risques à la hausse notables et croissants sur des horizons plus longs.

En ce qui concerne les coûts de main-d'œuvre, il a été avancé que, pour le moment, l'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations salariales continuent d'indiquer une baisse des coûts de main-d'œuvre courant 2026. Pour la période à venir, la réduction des tensions sur le marché du travail et l'affaiblissement des perspectives économiques suggèrent que les coûts de main-d'œuvre continueront de se modérer. Même s'il a été noté que certaines enquêtes, en particulier

l'enquête téléphonique auprès des entreprises et l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels, font état de légères révisions à la hausse de la croissance attendue des salaires, il reste à voir si cela sera confirmé plus systématiquement dans les accords salariaux. À cet égard, il a été noté que les accords salariaux ne refléteraient probablement le résultat net des tendances contradictoires actuelles qu'à partir de 2027.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse, les risques s'étant intensifiés depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs en mars. Si les prix de l'énergie augmentent davantage et plus durablement qu'envisagé actuellement, l'accélération de l'inflation dans la zone euro serait encore plus forte. Une telle dynamique pourrait être renforcée et devenir plus persistante si la hausse des prix de l'énergie se diffusait davantage qu'attendu aux autres prix et aux salaires, si les anticipations d'inflation à long terme augmentaient de ce fait ou si les chaînes d'approvisionnement mondiales étaient plus largement perturbées. Les tensions commerciales actuelles pourraient aussi entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduire l'offre de matières premières critiques et aggraver les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si les conséquences économiques de la guerre au Moyen-Orient étaient de plus courte durée qu'anticipé actuellement ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

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. La guerre au Moyen-Orient a entraîné une forte volatilité sur les marchés financiers mondiaux. Les conditions financières globales restent plus strictes qu'avant la guerre. Les taux sans risque nominaux ont augmenté et la courbe à terme s'est déplacée vers le haut dans la période précédant la réunion, les marchés intégrant désormais dans leurs prix environ trois relèvements de taux d'intérêt de 25 points de base d'ici la fin d'année. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises et des obligations souveraines sont restés tendus, tandis que les marchés boursiers ont été dynamiques, ayant gagné du terrain non seulement aux États-Unis mais également en Europe depuis la précédente réunion. La fixation des prix sur les marchés financiers, en particulier sur les marchés des actifs risqués aux États-Unis, semble indiquer un certain excès d'optimisme. Elle est en décalage avec la fixation des prix sur les marchés de l'énergie, où les prix au comptant ont fortement augmenté depuis le début de la guerre, et avec les prévisions des analystes politiques, qui s'attendent à une prolongation de la fermeture du détroit d'Ormuz.

Plusieurs hypothèses ont été avancées pour expliquer ces prix apparemment relativement optimistes sur les marchés financiers. D'une part, cela pourrait refléter une dépendance plus faible aux combustibles fossiles que par le passé, ce qui indique une plus grande résilience économique. De plus, les données quantitatives relatives aux bénéfices des entreprises et les anticipations de bénéfices sont relativement positives. D'autre part, les marchés pourraient ne pas tenir suffisamment

compte de la possibilité de perturbations généralisées et prolongées de l'offre et d'effets de second tour. Les valorisations boursières, en particulier aux États-Unis, semblent reposer sur l'hypothèse que ni l'administration américaine, ni les autorités iraniennes n'ont intérêt à un conflit de longue durée. Si l'hypothèse d'une fin du conflit dans un mois ou deux s'avère incorrecte, des cessions massives pourraient avoir lieu sur les marchés boursiers.

S'agissant des conditions de financement, la hausse des taux sans risque a entraîné une augmentation des coûts de financement des banques et devrait conduire à un nouveau durcissement des conditions d'octroi des prêts bancaires, tant pour les entreprises que pour les ménages. Le coût du financement par endettement de marché est passé à 3,9 % en mars, contre 3,5 % en février. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises – sur la base de données enregistrées avant le début de la guerre – ont légèrement reculé, à 3,5 % en février, alors que les taux hypothécaires se sont maintenus à 3,4 %. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté en mars, à 3,2 %, après 3,0 % en février, tandis que celui des émissions d'obligations d'entreprises a baissé pour s'établir à 3,9 %, après 4,5 % en février.

Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont durcis au premier trimestre. Les banques ont durci leurs conditions non tarifaires d'octroi des prêts afin de mieux gérer les risques, notamment en appliquant des normes plus strictes en matière de garanties, en accroissant les marges sur les prêts à haut risque et en réduisant les montants maximaux des prêts.

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, les membres du Conseil se sont largement mis d'accord sur le fait que les informations disponibles sont globalement conformes à la précédente évaluation des perspectives d'inflation, mais que les risques à la hausse pesant sur l'inflation et les risques à la baisse pesant sur la croissance se sont intensifiés. Même si les perspectives à court terme se sont légèrement détériorées depuis mars, les dernières évolutions sur les marchés pétroliers suggérant un éloignement des projections de référence, la question essentielle pour la politique monétaire est l'importance de l'impact sur l'inflation à moyen terme. Cela dépend de la mesure dans laquelle le choc suscitera des effets de second tour et fera augmenter les anticipations d'inflation à plus long terme.

Jusqu'à présent, peu d'éléments indiquent que la hausse des prix de l'énergie génère des effets de second tour, même si leur probabilité augmente à mesure que le conflit se prolonge et si ces effets de second tour ont tendance à apparaître avec un décalage. Leur apparition dépend du fait que les entreprises et les consommateurs absorbent ou non la hausse des prix de l'énergie, ou qu'ils s'engagent ou non dans un conflit de distribution susceptible d'entraîner une persistance de l'inflation. Même si les entreprises font état d'une hausse des prix des intrants et anticipent une augmentation de leurs propres prix de vente, la mesure dans laquelle elles seraient à même de répercuter la hausse des coûts de l'énergie sur les prix des produits finaux reste une question ouverte. Cette transmission pourrait être limitée compte tenu de la faiblesse de l'activité dans le secteur des services, tandis que la robustesse apparente de l'activité manufacturière pourrait, dans une certaine mesure, résulter de la constitution de stocks. Du côté des consommateurs, il est également encore trop tôt pour que des effets de second tour soient visibles, car cela nécessite la tenue de négociations salariales.

S'agissant des anticipations d'inflation, la hausse observée à ce jour est largement limitée aux horizons plus courts, les anticipations d'inflation à plus long terme restant globalement bien ancrées. Les risques sont toutefois orientés à la hausse, ce qui se traduit par un épaississement de la queue droite de la distribution. Si les marchés financiers intègrent à leurs prix un impact inflationniste notable à court terme du conflit au Moyen-Orient, les mesures de la compensation de l'inflation au-delà des horizons à court terme suggèrent qu'ils s'attendent à un retour relativement rapide de l'inflation vers la cible, en partie en raison du resserrement de la politique monétaire intégré dans les anticipations de taux d'intérêt extraites des instruments de marché.

Dans le même temps, selon l'enquête sur les anticipations des consommateurs et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les anticipations d'inflation des consommateurs et des entreprises ont déjà augmenté. Les anticipations d'inflation des entreprises et des consommateurs jouent un rôle important, ces agents économiques déterminant la fixation des prix et des salaires. Toutefois, ces enquêtes sont relativement récentes et les anticipations des entreprises et des consommateurs sont plus difficiles à mesurer que, par exemple, les anticipations des marchés. En outre, des éléments montrent que les anticipations des consommateurs et des entreprises sont corrélées avec les prix de l'énergie, ce qui limite leur valeur informative à l'heure actuelle. Les autres indicateurs des anticipations d'inflation à moyen et long terme, fondés sur la fixation des prix de marché et les enquêtes, restent bien ancrés, à 2 % environ.

Les membres du Conseil ont estimé que les risques à la hausse entourant les perspectives d'inflation se sont intensifiés. Il est désormais évident que le choc sur les prix de l'énergie est non seulement important, mais devient aussi plus persistant, ce qui accroît le risque qu'il se répercute sur la dynamique de l'inflation au sens large.

Les prix du pétrole risquent de rester aux niveaux actuels pendant une période plus longue qu'attendu par les marchés. Les perturbations du côté de l'offre pourraient se propager à d'autres produits que le pétrole. En outre, compte tenu de la nature mondiale du choc sur les prix de l'énergie, son impact

inflationniste pourrait être amplifié via les chaînes d'approvisionnement, les biens intermédiaires importés et les biens de consommation finaux devenant plus chers, y compris les importations en provenance de Chine. La mesure dans laquelle les consommateurs réagissent déjà à la hausse des prix de l'énergie pourrait être un signe que les gens gardent à l'esprit la forte poussée inflationniste de 2022. En cas de conflit prolongé ou de persistance des prix élevés de l'énergie, le risque existe que les mesures de soutien budgétaire soient considérablement élargies, accentuant encore les tensions inflationnistes.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que les indicateurs de l'inflation sous-jacente ont peu évolué ces derniers mois. Les indicateurs relatifs à la croissance des salaires continuent de suggérer un ralentissement, et il n'y a pour l'instant aucun signe que le conflit ait entraîné une accélération de la croissance des salaires, étant donné également que les conditions sur le marché du travail se sont assouplies. Dans l'ensemble, cela suggère des perspectives relatives aux salaires globalement inchangées.

La transmission de la politique monétaire demeure fluide et efficace. Le durcissement des conditions financières depuis le début de la guerre a déjà rendu le crédit plus onéreux et plus difficile à obtenir. La hausse de leur coût de financement a poussé les banques à durcir les conditions de financement et les critères d'octroi de crédit pour les entreprises et les ménages. Le durcissement des conditions de crédit devrait, à son tour, freiner davantage la demande de prêts, à la fois pour la consommation et pour l'investissement. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les conditions non tarifaires d'octroi des prêts bancaires se sont également durcies, reflétant principalement un comportement prudent de la part des banques, en raison de l'incertitude macroéconomique élevée. Il est néanmoins nécessaire de rester attentif à ces évolutions. Il est important de surveiller dans quelle mesure ces facteurs pourraient constituer un frein à la croissance et contrebalancer certaines des tensions inflationnistes.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. Les membres du Conseil soulignent leur engagement collectif à mener la politique monétaire de façon 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, et les principaux facteurs qui déterminent les implications à moyen terme pour l'inflation sont l'intensité et la durée du choc énergétique et, en particulier, du blocus du détroit d'Ormuz. La situation a beaucoup évolué à plusieurs égards depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de mars. Il est désormais apparu clairement que le conflit durera plus longtemps que prévu, le choc sur les prix de l'énergie s'avérant plus persistant et ses répercussions se généralisant. Les évolutions les plus récentes sur les marchés du pétrole suggèrent que les perspectives d'inflation s'écartent du scénario de base. Outre

l'impact à la hausse du choc énergétique sur l'inflation, l'économie s'est déjà affaiblie, freinée par l'incertitude persistante, la baisse des indicateurs du climat économique et des indicateurs de confiance soulignant les importants risques à la baisse pesant sur la croissance économique. Cette faiblesse pourrait persister bien au-delà de la fin du conflit.

Dans ce contexte, le choc sur les prix de l'énergie et les perturbations de l'offre associées posent un dilemme pour la politique monétaire. La combinaison des prix élevés de l'énergie, de l'affaiblissement des indicateurs de confiance et du ralentissement de la croissance donne lieu à un arbitrage complexe. Le maintien de la stabilité des prix pourrait nécessiter un resserrement de la politique monétaire afin d'éviter une perte d'ancrage des anticipations d'inflation, même si cela devait exacerber l'impact négatif du choc sur l'économie. La situation actuelle de choc d'offre négatif classique diffère de celle de 2022, lorsque la réouverture après la pandémie avait également conduit à un renforcement de la demande poussant l'inflation à la hausse.

Il a été souligné que les projections de référence de mars reposent sur l'hypothèse de deux relèvements des taux d'ici la fin de l'année. Même selon ces hypothèses, l'inflation devrait rester légèrement supérieure à la cible à moyen terme, et les projections ne tiennent pas compte de la hausse des prix du pétrole depuis la réunion de mars. Il est donc devenu de plus en plus probable qu'il ne serait pas approprié d'adopter une approche consistant à « faire abstraction » du choc. Il a été avancé que cette situation déplaçait l'attention principale vers la détermination du calendrier le plus approprié pour une hausse des taux.

Compte tenu de l'incertitude persistante, il est souhaitable d'adopter la stratégie la plus robuste face aux différents scénarios possibles. Si les perspectives d'inflation peuvent être considérées comme s'écartant du scénario de base, parallèlement à l'augmentation des risques à la baisse pesant sur la croissance, le maintien de taux stables en avril a été considéré comme une ligne de conduite appropriée, qui doit s'accompagner d'une communication soulignant la volonté du Conseil des gouverneurs d'agir en tant que de besoin.

Compte tenu des signes limités d'effets de second tour et du fait que les anticipations d'inflation sont globalement ancrées, les membres du Conseil des gouverneurs ont souligné qu'ils pouvaient se permettre de recueillir plus d'informations avant de décider d'agir. D'ici juin, plus d'informations sur l'impact du choc énergétique seront disponibles, notamment de nouvelles projections présentant des scénarios actualisés et des données supplémentaires sur l'inflation. Cela inclurait des données sur les effets indirects et de second tour, ainsi que sur l'ancrage des anticipations d'inflation. Au moment de la réunion de juin, de premières indications sur la manière dont les salaires réagissent à la hausse de l'inflation seront également disponibles, ainsi que plus d'informations sur l'impact du choc sur la croissance économique, qui ne sera visible qu'avec un décalage.

D'ici la réunion de juin, il devrait également y avoir plus de clarté sur la durée du conflit et en particulier sur le fait que les marchés ont, ou non, raison de tabler sur une stabilisation de la situation au cours des prochaines semaines. Si tel n'était pas le cas, la courbe à terme du taux à court terme

de l'euro (€STR) pourrait se déplacer nettement vers le haut d'ici la réunion de juin, et une prolongation du conflit pourrait activer des mécanismes de propagation plus forts, notamment des chaînes d'approvisionnement interrompues et des pénuries d'énergie et goulets d'étranglement effectifs.

Enfin, il a été souligné que les marchés financiers avaient significativement accru leurs anticipations de relèvement des taux depuis le début de la guerre et encore ces derniers jours.

Plusieurs membres du Conseil ont souligné que la décision avait été prise de justesse et qu'ils ne se seraient pas opposés à un relèvement des taux lors de la présente réunion si cela avait été proposé.

Relever les taux d'intérêt lors de la présente réunion aurait envoyé un signal encore plus fort de la détermination du Conseil à ramener rapidement l'inflation vers sa cible. La valeur attachée à l'option consistant à attendre pour relever les taux directeurs a diminué depuis la dernière réunion, et il est devenu de plus en plus improbable qu'adopter une approche consistant à « faire abstraction » (« *looking through* » *approach*) sans prendre aucune mesure de politique monétaire soit approprié.

Ces membres ont estimé que le choc d'offre négatif était plus prononcé que ne l'impliquent les anticipations figurant dans les projections de mars et qu'il indiquait que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre pourraient s'aggraver, les tensions inflationnistes devenant plus généralisées et persistantes. Ils ont noté que le scénario défavorable publié en mars devient de plus en plus probable. La nature mondiale du choc actuel devrait amplifier son impact sur l'inflation et la croissance, et il a été souligné qu'il existe une probabilité accrue que les entreprises augmentent leurs prix en réponse au choc sur les prix de l'énergie.

Ces membres ont souligné leurs préoccupations concernant les effets indirects et de second tour, en faisant référence à plusieurs enquêtes qui ont montré un déplacement vers la droite de la distribution des anticipations d'inflation, ou une augmentation des risques à la hausse sur les horizons plus longs. Cela suggère que les risques de désancrage sont réapparus, les anticipations d'inflation à long terme n'étant pas à l'abri des effets des variations des anticipations à court terme, soulignant leur fragilité après une longue période d'inflation élevée. En outre, il a été avancé que les tensions en amont sur les prix ont commencé à s'accumuler, suggérant que la répercussion de la hausse des coûts des intrants sur les prix à la consommation pourrait être rapide, avec la possibilité que des effets non linéaires se matérialisent à nouveau.

Il a été noté que l'économie de la zone euro a mieux résisté que prévu ces dernières années, avec une remarquable capacité d'adaptation aux chocs défavorables. Si cette résilience se confirmait dans les circonstances actuelles, le frein attendu sur la demande agrégée pourrait être insuffisant pour éliminer le risque croissant de voir l'inflation s'établir au-dessus de la cible à moyen terme. En outre, il est risqué de supposer que l'impact du choc sur les prix de l'énergie sur l'inflation sera limité par son effet simultané sur l'activité économique en particulier au vu d'autres forces inflationnistes, telles que la relance budgétaire en cours et les tensions relativement fortes sur le marché du travail.

En dépit de ces préoccupations, tous les membres du Conseil ont été disposés à se rallier à la décision de maintenir les taux directeurs inchangés, au motif qu'il n'y a pas d'urgence absolue à un relèvement des taux lors de la présente réunion, à condition que la communication souligne l'engagement ferme du Conseil des gouverneurs à déterminer l'orientation de politique monétaire de façon à garantir que l'inflation se stabilise au niveau de la cible à moyen terme. En dépit de certains indicateurs signalant la nécessité de faire preuve de vigilance, un large consensus s'est dégagé sur le fait qu'il n'existe pas encore de preuves d'effets de second tour importants. Les marchés semblent également avoir une bonne compréhension de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs. Les membres du Conseil ont conclu que si les effets d'une guerre, même de courte durée, peuvent se révéler plus durables que prévu, il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur leurs implications pour la politique monétaire. Si un accord concluant était trouvé pour mettre fin à la guerre, on ne pourrait exclure la possibilité d'une forte réduction du prix du pétrole, entraînant une inversion rapide des risques pesant sur l'inflation, tandis que les dommages causés à l'économie réelle pourraient durer plus longtemps compte tenu des effets sur la confiance. Par conséquent, étant donné le degré élevé d'incertitude entourant la durée et l'impact économique du conflit, le maintien des taux au même niveau lors de la présente réunion a été considéré comme une réponse de politique monétaire prudente et appropriée.

S'agissant de la communication, les membres du Conseil ont confirmé l'adéquation de l'approche bien établie s'appuyant sur les données et réunion par réunion, sans engagement pré-établi sur une trajectoire de taux particulière. Cela signifie suivre de près l'apparition d'éventuels effets de second tour et de réévaluer toutes les informations disponibles, en particulier celles résumées dans les projections et scénarios de juin. Dans le même temps, la communication ne devrait pas donner l'impression que le Conseil des gouverneurs est enclin à faire abstraction du choc d'offre. Les membres du Conseil ont souligné la nécessité de faire état de leur vigilance et de communiquer sur le fait que les risques à la hausse pesant sur l'inflation et les risques à la baisse pesant sur la croissance se sont intensifiés, tout en évitant les références à une optionalité « totale ». Il a été jugé impératif d'éviter d'être perçu comme excessivement confiant.

Il est apparu que la fonction de réaction de la BCE était bien comprise par les marchés. Toutefois, il semble toujours nécessaire de corriger une perception manifestement erronée chez les analystes de marché quant à la relation entre les options de politique monétaire et les différents scénarios. Il est donc important de préciser que le scénario de base de mars repose sur deux relèvements des taux.

S'agissant des éléments non monétaires de la communication de la BCE, il est important de réaffirmer l'appel lancé aux gouvernements pour qu'ils limitent les réponses budgétaires au choc sur les prix de l'énergie et à poursuivre les réformes structurelles tout en accélérant la transition énergétique afin de réduire la dépendance aux combustibles fossiles, en soulignant que la succession des urgences et des crises fait peser des risques sur la transformation à moyen terme en Europe.

À plus long terme, le Conseil des gouverneurs suivra de près les évolutions en cours et réaffirmera sa détermination à définir la politique monétaire afin de garantir que l'inflation se stabilise au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. L'approche s'appuyant sur les données et réunion par réunion implique de suivre attentivement l'apparition d'éventuels effets de second tour et de réévaluer toutes les informations disponibles, en particulier telles que résumées dans les projections et scénarios de juin.

Il a été souligné que le scénario de base et les autres scénarios doivent être régulièrement actualisés compte tenu de l'environnement très incertain, conformément aux décisions prises dans le cadre de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de 2025.

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 30 avril 2026](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du conseil des gouverneurs de la BCE, 29-30 avril 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. Šimkus*
M. Sleijpen
M. Stournaras
M. Villeroy de Galhau
M. Vujčić*
M. Wunsch

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

Autres participants

M. Dombrovskis, Commissaire**
Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat
M. Kamps, Secrétaire général par intérim pour la politique monétaire, Directeur général par intérim
Politique monétaire
Mme Baumann, Cheffe de division adjointe, Direction générale Politique monétaire
M. Brand, chef de section, Direction générale Politique monétaire

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

Personnes accompagnantes

Mme Bénassy-Quéré

Mme Brezigar
M. Dewachter
M. Kaasik
M. Koukoularides
M. López
M. Lünemann
M. Madouros
M. Martin
Mme Mauderer
M. Nicoletti Altimari
Mme Raposo
M. Rutkaste
Mme Schembri
M. Šošić
Mme Stiftinger
Mme Tamoševičienė
M. Tavlás
M. ter Weel
M. Välimäki

Autres membres du personnel de la BCE

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

La publication du prochain compte rendu de politique monétaire est prévue le jeudi 9 juillet 2026.