



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

SEC/GovC/X/26/206

30 juin 2026

Réunion des 10 et 11 juin 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 10 et le jeudi 11 juin 2026

9 juillet 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 des 29 et 30 avril 2026, les marchés financiers de la zone euro sont tiraillés entre deux évolutions antagonistes : le conflit non résolu au Moyen-Orient et l'essor mondial de l'intelligence artificielle (IA). Les perturbations persistantes du transport maritime dans le détroit d'Ormuz ont renforcé les anticipations selon lesquelles les prix du pétrole resteraient plus élevés plus longtemps, malgré une baisse sensible à court terme. Les *fixings* d'inflation ont diminué par rapport à leurs niveaux élevés d'avril, mais continuent de fluctuer au-dessus de 3 % pour 2026 et de 2 % pour 2027. Parallèlement aux prix du pétrole, les anticipations relatives aux taux de la BCE se sont légèrement modérées. Toutefois, les marchés continuent d'intégrer dans leurs prix environ trois hausses de taux d'intérêt au total, tandis que la réponse médiane dans l'enquête de la BCE auprès des analystes monétaires correspond à une anticipation de seulement deux hausses. Bien que la guerre pèse sur les anticipations de croissance dans la zone euro et au niveau mondial, l'appétence pour le risque des investisseurs reste solide. Un facteur sous-jacent essentiel tient au regain d'optimisme concernant l'IA et à la forte dynamique des investissements liés à l'IA. En conséquence, les marchés d'actions de la zone euro se sont redressés à des niveaux proches de ceux d'avant la guerre, et les écarts de rendement des obligations d'entreprises et souveraines sont restés étroits. Dans l'ensemble, les conditions financières sont demeurées globalement inchangées depuis avril 2026, mais restent plus strictes qu'avant le début de la guerre au Moyen-Orient.

Les prix du pétrole à court terme ont nettement diminué par rapport au pic atteint au moment de la réunion de politique monétaire d'avril du Conseil des gouverneurs. Les prix du Brent sont revenus de 118 dollars à environ 94 dollars le baril et oscillent autour de ce niveau depuis fin mai. Dans le même temps, les prix des contrats à terme sur des horizons plus longs sont restés largement à l'abri de la forte volatilité observée pour les contrats à court terme, la courbe la plus récente des contrats à terme étant même légèrement supérieure à la courbe d'avril et nettement au-dessus des niveaux enregistrés avant le déclenchement du conflit. Les prix du gaz ont légèrement augmenté depuis la réunion d'avril et continuent de s'échanger à un niveau supérieur d'environ 50 % à celui d'avant la guerre.

L'impact du conflit au Moyen-Orient s'est étendu au-delà des prix du pétrole brut et du gaz. Depuis le début de la guerre, les prix des produits raffinés tels que l'essence, le diesel et le kérosène ont augmenté de 40 % à 45 % environ, soit nettement plus que le prix du pétrole. Les prix des produits liés aux engrais et des plastiques ont eux aussi fortement augmenté, ce qui suggère que la hausse des coûts de l'énergie alimente une inflation plus large en affectant les prix des produits en aval. Les prix des produits alimentaires devraient rester légèrement plus élevés par rapport aux anticipations d'avant la guerre et sont également soumis à des risques à la hausse en raison de l'événement El Niño.

Les déplacements de la courbe des contrats à terme sur le pétrole se sont reflétés dans les anticipations d'inflation extraites des instruments de marché. La compensation de l'inflation (hors tabac) pour 2026 et début 2027 a diminué par rapport aux pics observés autour de la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. Pour les horizons ultérieurs, les *fixings* d'inflation sont restés proches de leurs niveaux d'avril 2026. Cela suggère que les investisseurs continuent d'anticiper une persistance des effets inflationnistes du choc sur les prix de l'énergie au-delà de la phase initiale du conflit, reflétant probablement la répercussion attendue des coûts de l'énergie sur les autres composantes de la chaîne des prix. La compensation de l'inflation à moyen terme (hors tabac) – le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à un an dans deux ans – a augmenté d'environ 30 points de base après le déclenchement de la guerre, en partie en raison des primes de risque sur l'inflation, et s'est établie légèrement au-dessus de 2 %. Les anticipations d'inflation à long terme sont restées globalement ancrées, avec seulement un léger déplacement vers le haut de la compensation de l'inflation à cinq ans dans cinq ans.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation à moyen terme se sont nettement déplacés vers le haut depuis le début de la guerre au Moyen-Orient. D'après les prix des options en probabilités neutres au risque, les marchés ont attribué une probabilité de 45 % à un scénario d'inflation supérieure à 2,5 %, en moyenne, au cours des deux prochaines années. En comparaison, la probabilité que l'inflation se situe au-dessous de 1,5 % a été évaluée comme étant inférieure à 15 %. Les marchés de taux d'intérêt signalent aussi des risques à la hausse, mais l'incertitude entourant la trajectoire de la politique monétaire s'est légèrement modérée au cours des semaines qui ont précédé la présente réunion et est restée moins prononcée que lors du pic d'inflation de 2022-2023. Par

conséquent, malgré la forte incertitude qui entoure les perspectives macroéconomiques, la fonction de réaction de la BCE semble bien comprise, limitant ainsi la volatilité des taux.

Dans ce contexte, les marchés continuent d'anticiper une réponse de politique monétaire de la part de la BCE au choc persistant, le nombre précis de relèvements de taux attendus variant avec les prix du pétrole. Les marchés intègrent désormais fermement dans leurs prix un premier relèvement de taux de 25 points de base en juin et un deuxième en septembre, avec une probabilité de 84 % qu'un troisième relèvement de 25 points de base intervienne d'ici fin 2026. L'anticipation médiane ressortant de l'enquête auprès des analystes monétaires n'était que de deux relèvements en 2026, ce qui est comparable aux anticipations ressortant des enquêtes Bloomberg et Reuters. En revanche, aux États-Unis, les anticipations relatives à la politique monétaire ont évolué dans la direction opposée au cours des semaines précédentes. Après avoir exclu de leurs prix deux baisses de taux d'intérêt depuis le début de la guerre, les intervenants de marché ont récemment commencé à intégrer pleinement une hausse des taux pour 2026.

Les taux nominaux des *swaps* au jour le jour de la zone euro ont légèrement diminué depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs en raison d'une légère baisse des anticipations de taux et de la compensation de l'inflation, mais ils restent plus élevés qu'avant la guerre pour l'ensemble des échéances.

Le choc persistant, l'incertitude macroéconomique élevée et la hausse des taux sans risque ont laissé leur empreinte sur les anticipations de croissance. Les analystes de marché continuent néanmoins de s'attendre à ce que la croissance se trouve nettement en territoire positif, ce qui suggère que les prévisionnistes attribuent une faible probabilité à une récession.

Malgré une atténuation des anticipations de croissance, le sentiment à l'égard du risque demeure généralement solide. Si l'appétence pour le risque des investisseurs a fortement diminué dans la zone euro à la suite de l'escalade du conflit, la détérioration a été modérée au regard des évolutions historiques. Le sentiment à l'égard du risque s'est récemment redressé et se rapproche des niveaux observés avant le début de la guerre.

Le regain d'optimisme concernant l'IA et ses conséquences sur les bénéfices des entreprises constitue un facteur-clé de soutien au sentiment à l'égard du risque. Les anticipations de bénéfices par action pour le S&P 500 et le STOXX Europe 600 ont été régulièrement révisées à la hausse depuis début 2026. Elles ont continué à augmenter après le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient, les révisions étant particulièrement prononcées pour les États-Unis. Dans l'ensemble, les investisseurs semblent considérer que la hausse des bénéfices associée au cycle d'investissement dans l'IA fait plus que compenser l'impact négatif du choc sur les prix de l'énergie.

Après s'être redressées par rapport à leur point bas de mars 2026, les actions de la zone euro sont actuellement bien au-dessus de leur niveau de début 2026 et proches de celui d'avant le début de la guerre. Une décomposition des déterminants des marchés d'actions de la zone euro confirme que des bénéfices attendus plus élevés à court terme et, en particulier, à long terme ont soutenu les évolutions

sur les marchés d'actions, compensant l'impact négatif de la hausse des taux sans risque et des primes de risque.

Les marchés du crédit aux entreprises ont également bénéficié d'un fort appétit pour le risque et de l'optimisme plus large autour de l'IA, l'essor de l'investissement étant considéré comme favorable aux bénéfices des entreprises et à la qualité du crédit. L'offre d'obligations d'entreprises liée au cycle d'investissement dans l'IA a fortement augmenté au cours des deux dernières années, en particulier aux États-Unis. Les écarts de rendement des obligations souveraines de la zone euro par rapport aux taux des *swaps* au jour le jour ont également diminué depuis la réunion de politique monétaire d'avril du Conseil des gouverneurs. Tout comme les écarts de rendement des obligations d'entreprises, les écarts de rendement des obligations souveraines n'ont affiché aucun signe d'élargissement durable depuis le début du conflit.

Les primes de risque compressées et les valorisations élevées sur l'ensemble des compartiments de marché, malgré des chocs macroéconomiques importants et des risques croissants pesant sur l'inflation, restent une préoccupation majeure. Les valorisations élevées des actions, en particulier au Japon et aux États-Unis, ont accru le risque d'une réévaluation brutale, en particulier si les anticipations de croissance favorables ou les perspectives de bénéfices liées à l'optimisme en matière d'IA devaient être révisées ou si l'inflation persistante nécessitait des hausses significatives des taux d'intérêt.

L'euro s'est affaibli depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, reflétant le choc défavorable sur les termes de l'échange. Toutefois, la dépréciation a été modérée dans l'ensemble, le taux de change effectif nominal demeurant proche des niveaux d'avant la guerre. Par rapport au dollar américain, l'euro a continué d'évoluer à la baisse, mais est resté au sein de la fourchette de change étroite autour de 1,16 EUR/USD observée l'année dernière.

Mme Schnabel a conclu en indiquant que les conditions financières de la zone euro restaient globalement inchangées depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, comme le reflète l'indice des conditions financières macrofinancières de la BCE, mais qu'elles demeureraient plus strictes qu'avant la guerre. Dans une perspective à plus long terme, les conditions financières sont restées globalement constantes depuis la dernière baisse de taux d'intérêt de la BCE en juin 2025, malgré la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire après le début de la guerre, le principal facteur d'assouplissement ayant été un renforcement des actifs risqués.

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. L'incertitude entourant la guerre au Moyen-Orient reste très élevée 15 semaines après le début du conflit. Les négociations en cours pourraient ouvrir la voie à une éventuelle résolution, mais le potentiel de revers et de réescalade est élevé. Les implications

complètes de la guerre pour l'inflation et la croissance à moyen terme dépendraient 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.

S'agissant tout d'abord des évolutions de l'inflation, l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est établie à 3,2 % en mai, après 3,0 % en avril. Bien que les prix de l'énergie aient diminué en glissement mensuel, les effets de base signifient que l'inflation annuelle dans le secteur de l'énergie a augmenté de 0,1 point de pourcentage pour s'établir à 10,9 %.

L'inflation hors énergie a augmenté de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 2,4 % et l'inflation pour les produits alimentaires est revenue de 2,4 % à 2,0 %, tandis que l'inflation *core*, hors composantes volatiles que sont l'énergie et des produits alimentaires, est passée de 2,2 % à 2,5 %. La hausse des prix des biens s'est accélérée de 0,1 point de pourcentage, à 0,9 %, et celle des services de 0,5 point de pourcentage, à 3,5 %.

Les tensions d'origine interne sur les coûts se sont atténuées au premier trimestre, sous l'effet d'une progression plus lente des salaires et des bénéfiques. Le taux de croissance annuel du déflateur du PIB est revenu à 2,3 % au premier trimestre 2026 après 2,6 % au quatrième trimestre 2025. Les marges bénéficiaires ont continué de se réduire, ce qui indique que les bénéfiques continuent d'amortir la répercussion de la hausse des coûts de main-d'œuvre. Le choc énergétique ne se répercute pas encore sur les salaires. La croissance annuelle des salaires négociés est revenue à 2,5 % au premier trimestre 2026 après 2,9 % au quatrième trimestre 2025. Ce résultat est globalement en ligne avec l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui, ainsi que les enquêtes auprès des entreprises sur les anticipations salariales, continue d'indiquer que la croissance des salaires devrait se ralentir au cours de l'année. La rémunération par tête devrait augmenter de manière régulière, à 3,2 %, en 2026, 2027 et 2028, ce qui implique une hausse des salaires réels chaque année.

Un ensemble de signaux prospectifs, notamment les prix des intrants ressortant de l'indice des directeurs d'achat (PMI), les tensions en amont sur les produits alimentaires, les anticipations relatives aux prix de vente et certaines perturbations des chaînes d'approvisionnement, vont dans le sens de tensions inflationnistes au cours des prochains mois. De plus, certains indicateurs de l'inflation sous-jacente ont déjà été poussés à la hausse en raison du choc énergétique. Deux mesures de l'inflation calculées par exclusion de certaines composantes et disponibles pour mai ont chacune augmenté de 0,2 point de pourcentage – l'IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés s'est établi à 2,3 % et l'IPCH hors énergie à 2,4 %. Les variations des mesures de l'inflation fondées sur des modèles disponibles pour avril ont été comprises entre 2,2 % et 2,6 %, la mesure de la composante persistante et commune de l'inflation (*Persistent and Common Component of Inflation*, PCCI) pour l'inflation totale ayant augmenté de 0,2 point de pourcentage depuis mars. Le signal provenant de ces mesures de l'inflation sous-jacente est cohérent avec le taux d'inflation totale supérieur à la cible pour 2027 qui est intégré dans les projections de base publiées dans le cadre des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème pour la zone euro.

Le renchérissement de l'énergie accentuera encore l'inflation durant l'été et la maintiendra bien au-dessus de la cible de 2 % de la BCE au cours du premier semestre 2027. Selon les projections de juin établies par les services de l'Eurosysteme, l'inflation totale devrait passer de 3,2 % pour le trimestre en cours à 3,4 % aux troisième et quatrième trimestres 2026, avant de revenir à 3,2 %, puis 2,3 % aux premier et deuxième trimestres 2027 et de se stabiliser à la cible à partir du troisième trimestre. En moyenne, l'inflation totale devrait s'établir à 3,0 % en 2026, 2,3 % en 2027 et 2,0 % en 2028. La trajectoire de l'inflation totale a été dominée par le profil de l'inflation dans le secteur de l'énergie tiré des projections. La pente descendante des courbes des contrats à terme sur l'énergie, accentuée par un effet de base négatif dans la composante énergie, tirerait l'inflation vers le bas en 2027, tandis que l'introduction du système d'échange de quotas d'émission de l'UE 2 pousserait à la hausse l'inflation dans le secteur de l'énergie en 2028. Par rapport aux projections de mars 2026 établies par les services de la BCE, l'inflation totale a été révisée à la hausse de 0,4 point de pourcentage pour 2026 et de 0,3 point de pourcentage pour 2027. Cela s'explique en grande partie par des hypothèses plus élevées concernant les prix de l'énergie et des produits alimentaires, ainsi que par une inflation plus forte pour les biens et les services en raison d'effets indirects plus prononcés du choc énergétique. L'inflation totale a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2028, reflétant un recul plus marqué que prévu des prix du pétrole. L'inflation hors énergie devrait s'établir en moyenne à 2,5 % en 2026, 2,7 % en 2027 et 2,2 % en 2028. L'inflation *core* devrait ressortir à 2,5 % en 2026 et en 2027, et à 2,2 % en 2028, ayant été révisée à la hausse de 0,2 point de pourcentage, 0,3 point de pourcentage et 0,1 point de pourcentage, respectivement.

Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts demeurent bien supérieures aux niveaux observés avant le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient. Dans le même temps, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme s'établissent autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible de la BCE à moyen terme. Selon les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, l'inflation devrait s'établir en moyenne à 3,0 % en 2026, 2,4 % en 2027 et 2,0 % en 2028. La dernière enquête auprès des analystes monétaires indique également une inflation supérieure à la cible à court terme, mais un retour à la cible au troisième trimestre 2027. Les ménages continuent de s'attendre à une inflation supérieure à la cible également à des horizons à plus long terme, ce qui pourrait refléter un biais à la hausse dans les anticipations d'inflation des ménages, visible dans les enquêtes réalisées auprès des consommateurs au niveau mondial. Toutefois, le fait que les anticipations à plus long terme – telles que déclarées dans l'enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs – soient restées relativement stables par rapport aux niveaux d'avant la guerre et que la structure par terme des anticipations d'inflation des ménages soit fortement orientée à la baisse confirme que le choc d'inflation actuel devrait s'atténuer relativement rapidement.

S'agissant de l'environnement extérieur, l'économie mondiale a continué de bien résister dans l'ensemble. Les informations disponibles font état d'une croissance économique mondiale (hors zone euro) de 0,7 % en rythme trimestriel au premier trimestre 2026, après 0,8 % au quatrième trimestre 2025, et les indicateurs tirés d'enquêtes suggèrent une poursuite de l'expansion au deuxième trimestre. L'indice composite mondial des directeurs d'achat (hors zone euro) a peu évolué

en mai, ressortant à 52,3. L'activité dans les services a été plus modérée que dans le secteur manufacturier, ce dernier semblant bénéficier d'un coup de pouce temporaire, les entreprises constituant des réserves en anticipation de perturbations des chaînes d'approvisionnement. Les délais de livraison des fournisseurs tirés de l'indice mondial des directeurs d'achat sont demeurés stables en mai, après s'être allongés en avril, et les tensions sur l'offre sont jusqu'à présent restées concentrées sur l'énergie et les biens à forte intensité énergétique.

Depuis la réunion d'avril du Conseil des gouverneurs, les prix du Brent ont baissé de 20 % environ pour s'établir autour de 94 dollars le baril, même s'ils restent supérieurs de 30 % environ aux niveaux d'avant la guerre. Les prix du gaz en Europe se sont établis environ 50 % au-dessus de leur niveau d'avant la guerre, autour de 50 euros par MWh. Les derniers contrats à terme sur le pétrole, du 8 juin, se sont établis légèrement au-dessous des hypothèses de base des projections de juin pour la durée de 2026 et ont renoué avec les hypothèses de base à partir de 2027. L'euro s'est légèrement déprécié – de 1,4 %, à 1,15 dollar, et de 0,8 % en termes effectifs nominaux – dans un contexte d'incertitude persistante quant à un éventuel accord de paix visant à mettre fin au conflit au Moyen-Orient. Cette légère dépréciation récente n'a que partiellement inversé la forte appréciation enregistrée au premier semestre 2025.

L'économie de la zone euro s'est contractée de manière inattendue de 0,2 % au premier trimestre de l'année, en raison d'une contraction de l'activité multinationale mesurée en Irlande. Si l'on exclut l'Irlande, l'économie de la zone euro a enregistré une croissance de 0,3 %, soutenue par la demande intérieure et les exportations. La consommation tant publique que privée a apporté une contribution positive, tandis que l'investissement et les stocks ont diminué. Néanmoins, la guerre au Moyen-Orient pèse sur l'activité. L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) pour la zone euro a de nouveau diminué en mai, de 0,3 point, pour s'établir à 48,5. L'affaiblissement de l'activité dans les services, qui s'est révélé plus prononcé que dans le secteur manufacturier, reflète la dynamique mondiale des indices des directeurs d'achat depuis le début de la guerre. Toutefois, le soutien apporté par l'accumulation de stocks, par les entreprises, à titre de précaution semble déjà s'estomper, les nouvelles commandes ayant stagné en mai. Les délais de livraison des fournisseurs se sont encore allongés, mais sont restés beaucoup plus courts que durant la période de pandémie.

Le marché du travail reste solide. Le taux de chômage est resté proche de ses points bas historiques, à 6,3 % en avril, les enquêtes récentes faisant état du maintien de sureffectifs. La demande de main-d'œuvre s'est encore ralentie, et les entreprises et les ménages s'attendent à un affaiblissement du marché du travail. La croissance de l'emploi s'est ralentie au premier trimestre de l'année, revenant de 0,2 % à 0,1 %. Le taux de vacance d'emploi a diminué de 0,1 point de pourcentage, pour s'établir à 2,2 % au premier trimestre 2026, et les indicateurs à haute fréquence – tels que les offres d'emploi publiées sur Indeed – se sont affaiblis. L'indice composite des directeurs d'achat pour l'emploi a de nouveau légèrement baissé en mai, à 49,0, reflétant les évolutions dans le secteur manufacturier et les services.

L'orientation budgétaire de la zone euro devrait s'assouplir de 0,5 point de pourcentage en 2026, puis se resserrer légèrement à nouveau en 2027-2028. L'assouplissement observé en 2026 a

principalement résulté de l'investissement et des transferts budgétaires, la hausse de l'investissement reflétant principalement les dépenses importantes en matière de défense et d'infrastructures en Allemagne. Le resserrement qui a suivi a été vu comme le résultat d'une combinaison de facteurs, notamment la dissipation des mesures de soutien budgétaire temporaires et la fin du programme de financement *Next Generation EU*.

Pour la période à venir, les projections actuelles vont dans le sens d'une demande intérieure plus faible qu'anticipé dans les projections de mars, la guerre pesant sur la confiance et la hausse des coûts de l'énergie érodant les revenus réels. Dans le même temps, les bilans des ménages sont solides dans l'ensemble, et la consommation devrait rester le principal moteur de la croissance. La hausse des coûts de l'énergie et la baisse de la confiance pèseraient sur l'investissement privé à court terme, qui devrait toutefois être soutenu par les investissements des entreprises dans les nouvelles technologies numériques. L'augmentation des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures devrait continuer de stimuler l'investissement public. Ces facteurs devraient permettre d'amortir un peu les retombées de la guerre. Les projections de base de juin établies par les services de la BCE tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 0,8 % en 2026, 1,2 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Par rapport aux projections de mars, la croissance a été révisée à la baisse de 0,1 point de pourcentage pour 2026 et 2027, reflétant les effets plus prononcés de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. Pour 2028, la croissance a été révisée à la hausse de 0,1 point de pourcentage du fait de la dissipation de ces effets.

Les projections de base de juin sont accompagnées de trois scénarios – l'un plus modéré, le deuxième défavorable et le troisième sévère – reflétant l'incertitude importante qui entoure le scénario de base. Alors que les scénarios des projections de mars établies par les services de la BCE étaient plus explicitement liés à des hypothèses sur la durée de la guerre, les analyses des scénarios de juin établis par les services de l'Eurosystème ont quant à elles été calibrées à l'aide des distributions de probabilité tirées des instruments de marché relatives aux prix des matières premières. Selon les scénarios défavorable et sévère, l'inflation resterait supérieure à la cible sur l'ensemble de l'horizon de projection, tandis qu'à court terme, la croissance serait plus faible que prévu dans scénario de base. Selon le scénario plus modéré, l'inflation atteindrait un pic similaire à celui observé dans le scénario de base, mais elle retomberait à un niveau inférieur à la cible à moyen terme, tandis que la croissance serait légèrement supérieure au niveau prévu dans le scénario de base pour 2027 et 2028.

Les conditions financières sont globalement inchangées depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs, mais elles demeurent plus strictes qu'avant la guerre. Le coût du financement par endettement de marché s'est établi à 4 % en avril, après 3,9 % en mars. Le taux de croissance des émissions d'obligations d'entreprises s'est inscrit en hausse, à 4,6 %, après 4,1 % en mars. S'agissant du financement bancaire des entreprises, la hausse des coûts de financement, une perception plus élevée des risques et une tolérance au risque globalement plus faible pourraient maintenir les tensions sur l'offre de crédit, mais la solidité des bilans a aidé les banques à résister aux facteurs économiques et financiers défavorables actuels. Les taux d'intérêt bancaires appliqués aux entreprises se sont maintenus à 3,6 % en avril, et les taux hypothécaires à 3,4 %. Le taux de

croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté, pour s'établir à 3,4 % en avril, après 3,2 % en mars. L'encours des prêts hypothécaires s'est de nouveau accru de 3,0 % en avril.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base des informations disponibles et de l'évaluation des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, ainsi que de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a proposé que les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE soient relevés de 25 points de base. Les informations disponibles en ce qui concerne l'intensité et la durée du choc énergétique ainsi que la persistance probable de ses effets sur l'inflation suggèrent qu'un relèvement de 25 points de base des taux directeurs en juin était approprié. Le Conseil des gouverneurs resterait ainsi en bonne position pour la période à venir.

Les arguments en faveur d'un ajustement mesuré des taux directeurs sont robustes à un ensemble de scénarios, compte tenu des trajectoires projetées pour l'inflation et la production. L'absence de tensions financières, d'une part, et la solidité des bilans des ménages, des entreprises et des banques, d'autre part, signifient que la transmission d'une hausse au système financier devrait se dérouler de manière ordonnée. L'approche reposant sur les données, réunion par réunion, sans engagement préalable sur une trajectoire de taux particulière, demeure appropriée.

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. L'environnement extérieur est resté résilient dans l'ensemble, mais il continue d'être déterminé par le choc énergétique mondial et la persistance d'un niveau d'incertitude économique élevé. Bien qu'une possible résolution du conflit au Moyen-Orient ait été évoquée à de nombreuses reprises, le conflit dure aujourd'hui depuis quatre mois, et les informations disponibles indiquent que le choc énergétique est plus persistant et plus intense qu'anticipé, notamment en ce qui concerne ses répercussions à l'échelle mondiale. Malgré cela, la croissance mondiale résiste bien, les indices mondiaux des directeurs d'achat sont en territoire expansionniste, et la croissance aux États-Unis et en Chine reste soutenue. La croissance mondiale est soutenue par l'essor des investissements liés à l'IA, qui constitue un choc de demande mondiale positif amortissant les effets négatifs du choc énergétique sur la croissance tout en renforçant son impact inflationniste, en particulier aux États-Unis. En effet, l'inflation mondiale et l'inflation américaine se sont fortement accentuées à mesure que les tensions en amont se sont propagées via les chaînes d'approvisionnement mondiales, notamment en ce qui concerne les biens. Aux États-Unis, l'inflation totale a augmenté, ressortant à 4,2 % en mai, les conditions de la demande apparaissant plus

propices que dans la zone euro, ce qui est pour partie attribuable à l'essor de l'IA, mais également à des effets de richesse.

Les marchés des matières premières, et en particulier les marchés du pétrole, sont au cœur des discussions. Selon le scénario de base des projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème, les prix du pétrole devraient demeurer à un niveau plus élevé que dans le scénario défavorable de mars, notamment sur les horizons à plus long terme, ce qui indique que le choc s'est avéré plus persistant. Les prix du pétrole et du gaz se sont également maintenus à des niveaux bien supérieurs à ceux d'avant la guerre, et la hausse des prix de l'énergie a eu des répercussions sur les marchés en aval, tels que ceux des produits raffinés, des plastiques et des engrais. Dans le même temps, il a été avancé que le choc devrait de plus en plus être considéré davantage comme un choc pétrolier que comme un choc énergétique généralisé, impliquant le gaz naturel, les engrais et d'autres canaux. Cela s'explique en partie par le fait que le gaz naturel en provenance de la région touchée représente une part limitée de la consommation mondiale de gaz, et qu'une accélération de la production d'énergies renouvelables pourrait remplacer le gaz assez rapidement. Le pétrole, en revanche, constitue un cas à part, au regard des perturbations très importantes de l'offre, des élasticités à court terme de la demande et de l'impact relativement limité et graduel de la transition vers les véhicules électriques sur la demande de pétrole.

Si les prix du pétrole restent volatils compte tenu des perspectives changeantes quant à la résolution du conflit, il a été suggéré que la valorisation actuelle par les marchés intégrée dans la courbe des contrats à terme pourrait être trop favorable, et que les anticipations d'une future baisse des prix du pétrole pourraient être optimistes. L'accumulation antérieure puis la libération des stocks pétroliers par la Chine constitue un facteur explicatif des évolutions mondiales des prix de l'énergie, et ces dynamiques, couplées à une réduction plus importante des stocks préexistants au niveau mondial, pourraient avoir contribué à contenir les tensions à la hausse sur les prix en atténuant les perturbations physiques de l'offre d'énergie. Cependant, les stocks ont diminué et, s'ils atteignaient des niveaux critiques, les prix du pétrole pourraient augmenter rapidement, avec davantage d'incertitude notamment en ce qui concerne les carburants raffinés. Dans ce contexte, la raison pour laquelle les prix du pétrole n'ont pas augmenté plus fortement malgré le maintien de la fermeture du détroit d'Ormuz a donné lieu à des discussions. Bien que cela puisse potentiellement être attribuable aux anticipations quant à un accord de paix, parmi les autres explications possibles figurent l'augmentation de la production de pétrole, le recours aux oléoducs et à d'autres itinéraires, l'utilisation des stocks, le comportement d'accumulation de la Chine et la destruction de la demande, notamment en provenance d'activités de production à plus faible intensité énergétique en Chine. Pour l'avenir, il a été rappelé que même si le conflit au Moyen-Orient était durablement résolu, cela ne signifierait pas nécessairement la fin du choc. Cela tient au fait qu'il faudra du temps pour que les approvisionnements en énergie reviennent à la normale ou trouvent un nouvel équilibre, et que les stocks devront également être reconstitués à un moment donné, ce qui pourrait exercer une pression à la hausse sur les prix de l'énergie pendant une période prolongée, en particulier si les réserves atteignaient des niveaux très bas avant la résolution du conflit.

S'agissant de l'activité économique, les membres du Conseil se sont accordés sur l'évaluation présentée par M. Lane. Après correction d'un facteur temporaire en Irlande, l'économie de la zone euro a crû au premier trimestre, soutenue par la demande intérieure et les exportations. Hors prise en compte de cette correction, le PIB de la zone euro s'est contracté de 0,2 % de façon inattendue au premier trimestre, du fait d'une nette réduction de l'activité multinationale mesurée en Irlande. Il est important que l'évaluation économique et la communication distinguent les effets statistiques en Irlande des fondamentaux économiques, essentiellement en se concentrant sur l'indicateur modifié relatif à la demande intérieure pour l'activité économique en Irlande développé par les services de la BCE.

La demande intérieure dans la zone euro est restée relativement robuste, et l'économie a affiché un certain dynamisme vers le tournant de l'année, ce qui a soutenu la croissance en 2026 par le biais des acquis de croissance. Cependant, les données disponibles sont, dans l'ensemble, considérées comme confirmant le fait que le choc énergétique aurait des répercussions plus profondes pour la croissance qu'anticipé précédemment. En particulier, la guerre au Moyen-Orient pèse sur l'activité et la confiance, et les enquêtes signalent un ralentissement, notamment dans le secteur des services. L'activité manufacturière a bien résisté jusqu'à présent, reflétant en partie l'augmentation des dépenses de défense. Toutefois, cela pourrait être attribuable pour partie au fait que les entreprises ont constitué des stocks pour faire face aux pressions sur les chaînes d'approvisionnement. Il a été suggéré que de telles anticipations de la production et accumulations de stocks par les entreprises ne devraient pas être considérées comme rassurantes, puisqu'elles reflètent des préoccupations quant aux chaînes d'approvisionnement, notamment celles des secteurs intégrés à l'échelle mondiale, comme les secteurs de l'automobile et des machines. De manière plus générale, la hausse des coûts des intrants et l'allongement des délais de livraison pèsent sur les entreprises. Dans le même temps, il a été signalé que, s'agissant de l'économie espagnole, les indicateurs à haute fréquence en temps réel vont dans le sens d'un effet pratiquement nul sur l'activité à court terme.

Dans l'ensemble, la hausse des prix de l'énergie liée à la guerre a constitué un choc d'offre négatif de plus en plus persistant, exerçant une pression à la hausse sur l'inflation et une pression à la baisse sur la croissance économique. Dans ce contexte, les perspectives de croissance se sont affaiblies, notamment par rapport aux prévisions de décembre 2025 établies par les services de l'Eurosystème, qui avaient été publiées avant le début de la guerre, mais aussi comparativement aux prévisions de mars 2026 établies par les services de la BCE, et ces perspectives demeurent fragiles et entourées d'un degré d'incertitude élevé, avec des risques à la baisse. Dans le scénario de base des projections macroéconomiques de juin 2026 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance économique s'établirait en moyenne à 0,8 % en 2026, 1,2 % en 2027 et 1,5 % en 2028. Cela représente une révision à la baisse pour 2026 et 2027, reflétant les effets plus prononcés de la guerre sur les marchés des matières premières, les revenus réels et la confiance. Plus particulièrement, les services de l'Eurosystème prévoient désormais que la demande intérieure sera plus faible qu'anticipé en mars, la guerre pesant sur la confiance et la hausse des coûts de l'énergie érodant les revenus réels. Dans le même temps, les bilans des ménages sont solides dans l'ensemble, et la consommation devrait rester le principal moteur de la croissance. La hausse des coûts de l'énergie et

la baisse de la confiance pèseraient sur l'investissement privé à court terme, qui devrait toutefois être soutenu par les investissements des entreprises dans les nouvelles technologies numériques. L'augmentation des dépenses publiques dans la défense et les infrastructures devrait continuer de stimuler l'investissement public. Ces facteurs devraient permettre d'amortir un peu les retombées de la guerre. La croissance économique devrait donc augmenter graduellement sur l'horizon de projection et les risques de récession restent relativement faibles. Par conséquent, la situation actuelle ne devrait pas être considérée comme un épisode de stagflation. Dans ce contexte, il a également été noté que l'économie avait fait preuve d'une résilience surprenante face à d'autres chocs défavorables au cours des dernières années.

Cela étant, les perspectives de croissance – en particulier pour 2026 – sont jugées atones. Cependant, elles ont continué d'être soutenues par les revenus nominaux toujours en hausse, l'accumulation d'épargne, la résilience du marché du travail, les investissements liés à l'IA et les dépenses publiques dans la défense et les infrastructures. Il a également été avancé que l'économie de la zone euro avait gagné en adaptabilité face aux chocs énergétiques, reflétant une baisse de sa dépendance vis-à-vis des combustibles fossiles. Ces facteurs pourraient contribuer à expliquer la raison pour laquelle les révisions des perspectives de croissance figurant dans les dernières projections ont été relativement légères comparativement aux révisions des perspectives d'inflation. Cependant, il a été signalé que les perspectives relatives au PIB agrégé pourraient masquer un affaiblissement des composantes de la demande intérieure, avec une révision à la baisse de la consommation et des investissements, et la baisse des importations comme seul facteur d'atténuation de l'incidence sur la croissance totale, et que l'ampleur des révisions en ce qui concerne les importations était considérée comme relativement importante comparativement à celle des révisions de la demande intérieure. La perte structurelle de parts de marché du fait de la concurrence chinoise et le fait que l'économie de la zone euro soit moins orientée vers la technologie et l'IA que celle d'autres régions du monde sont autant de facteurs pesant sur les perspectives en matière d'exportations. Les risques pesant sur la croissance économique sont orientés à la baisse, notamment dans le secteur des services, avec un risque de pénuries et de graves perturbations des chaînes d'approvisionnement qui augmente à mesure que durent les perturbations liées au conflit. Dans le même temps, il a été avancé que l'économie de la zone euro redeviendrait probablement davantage tirée par les services si le conflit venait à être résolu. Il a également été avancé qu'une partie de la faiblesse de la croissance dans la zone euro était structurelle, et que ce phénomène devenait plus visible au cours de périodes difficiles. À moyen terme, il existe également un risque que les défis structurels auxquels est confrontée la zone euro en matière de croissance soient exacerbés en cas de fragmentation plus significative de l'économie mondiale.

La consommation privée constitue un canal essentiel par lequel la hausse des prix de l'énergie pèserait sur l'activité, en érodant le revenu disponible réel et en réduisant la confiance des consommateurs. Même si l'effet sur la consommation pourrait être partiellement atténué par une utilisation de l'épargne accumulée, il a été noté que les ménages soumis à des contraintes financières ne pourraient pas lisser entièrement leur consommation. Il a néanmoins été souligné que la consommation devrait être soutenue par une poursuite de la progression relativement forte des

salaires nominaux, une accélération de la croissance des salaires réels – en particulier plus tard sur l’horizon de projection – et un faible niveau de chômage. Des signes indiquent également que les consommateurs se sont adaptés dans une certaine mesure à l’augmentation des prix des carburants, comme le reflètent la baisse de la consommation d’essence et les ventes élevées de véhicules électriques. Dans le même temps, il a été suggéré que des risques à la baisse pesaient sur les perspectives de consommation. La détérioration rapide du sentiment des consommateurs pourrait freiner les dépenses. En outre, l’hypothèse selon laquelle la consommation se redresserait rapidement si le choc était temporaire a été remise en question. En particulier, il a été avancé que les ménages pourraient plutôt percevoir les séquences répétées de chocs négatifs ces dernières années comme une détérioration plus durable de leurs perspectives de revenus, potentiellement liée à des préoccupations concernant les évolutions géopolitiques et la fragmentation internationale. Les membres du Conseil se sont également demandé si les projections relatives à la consommation privée étaient cohérentes avec un choc à caractère temporaire. Si le choc était perçu comme temporaire, la théorie suggérerait que les ménages devraient l’amortir en utilisant leur épargne plutôt qu’en réduisant considérablement leur consommation. Les projections prévoyant une baisse de la consommation, cela pourrait être interprété comme l’indication soit que certains ménages ne disposent pas de coussins d’épargne suffisants, soit qu’ils ne considèrent pas le choc comme temporaire. En outre, il a été suggéré que les ménages – en particulier ceux situés dans la partie inférieure de la distribution des revenus et susceptibles d’épuiser rapidement leur coussin d’épargne – pourraient utiliser toute augmentation future de leurs revenus du travail pour rééquilibrer leurs bilans plutôt que de dépenser davantage.

Si l’investissement privé devrait être freiné à court terme par la hausse des coûts de l’énergie, l’incertitude élevée et la baisse de confiance, il est également soutenu par les investissements liés à l’IA. Toutefois, il a été avancé que des risques à la baisse pourraient peser sur l’investissement. En particulier, la séquence en cours de chocs d’offre défavorables et l’incertitude persistante pourraient inciter les entreprises à réfléchir à deux fois avant d’investir, la fermeture du détroit d’Ormuz pourrait freiner les investissements dans l’IA si l’approvisionnement en hélium venait à se détériorer davantage, et le durcissement des conditions de crédit pourrait peser sur l’investissement de manière plus générale.

Le marché du travail a continué de bien résister et de soutenir la demande intérieure, avec la création de nouveaux emplois au premier trimestre, mais à un rythme plus lent qu’au dernier trimestre 2025. Si la demande de main-d’œuvre s’est encore ralentie et que les entreprises et les ménages s’attendent à un affaiblissement du marché du travail, il a été souligné que la confiance dans les perspectives d’emploi restait plus élevée qu’avant la pandémie. Le chômage est également resté proche de ses points bas historiques, les projections de juin tablant sur une nouvelle baisse du taux de chômage, de 6,3 % à 5,9 %. Il a été avancé que cela pourrait indiquer de nouvelles tensions sur le marché du travail. Toutefois, il existe également un risque que l’emploi ne reste pas aussi résistant après ce choc qu’il l’avait été après celui de 2022, car les entreprises pourraient être moins enclines cette fois-ci à maintenir des sureffectifs et pourraient au contraire saisir cette opportunité pour remplacer la main-d’œuvre par l’IA.

S'agissant de la politique budgétaire, il a été noté que les mesures de soutien budgétaire liées à l'énergie récemment mises en place, bien que nettement moins importantes que lors du choc énergétique de 2022, contribuaient à amortir l'effet du choc actuel sur l'économie, même si l'impact de ces mesures pourrait être atténué par l'augmentation des recettes de TVA résultant de la hausse des prix de l'énergie. De manière plus générale, une partie de la résilience attendue de l'économie de la zone euro pourrait être attribuée aux investissements publics liés à l'augmentation des dépenses en matière de défense et d'infrastructures, en particulier compte tenu des mesures budgétaires en Allemagne annoncées en mars 2025, ainsi qu'au programme *Next Generation EU*, qui a constitué une source majeure de financement indépendante du cycle économique. La récente proposition de la Commission européenne visant à accorder une marge de manœuvre budgétaire supplémentaire limitée, au titre de la clause dérogatoire nationale pour les dépenses de défense liées à des projets soutenant la résilience et la transition énergétiques, pourrait également constituer un risque à la hausse pour la croissance si elle entraînait des dépenses budgétaires supplémentaires. Dans le même temps, il a été souligné que la politique budgétaire était déjà relativement accommodante. La soutenabilité budgétaire constituant un point d'ancrage essentiel pour la stabilité économique plus large, il est vital de maintenir des finances publiques saines. Dans ce contexte, les mesures budgétaires prises face au choc des prix de l'énergie devraient être temporaires, ciblées et adaptées, comme l'a souligné la Commission européenne dans son paquet de printemps du Semestre européen 2026.

S'agissant des politiques structurelles, il est urgent de renforcer l'économie de la zone euro. Les réformes visant à renforcer le potentiel de croissance de la zone euro et à accélérer la transition énergétique en vue de réduire la dépendance aux combustibles fossiles sont plus vitales 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, en raison principalement de la guerre au Moyen-Orient, qui a accentué la volatilité de l'environnement mondial. Une prolongation des perturbations des approvisionnements en énergie pourrait se traduire par une hausse des prix de l'énergie plus forte et plus durable qu'anticipé actuellement. Ces facteurs éroderaient les revenus réels davantage et rendraient les entreprises et les ménages plus réticents à investir et à dépenser. Le frein à la croissance se renforcerait si la fermeture d'importantes routes maritimes venait à causer de sévères pénuries d'intrants essentiels forçant les entreprises de la zone euro à réduire leur production. Une détérioration de la confiance sur les marchés financiers mondiaux ou un resserrement de l'offre de crédit pourraient atténuer la demande. Des frictions supplémentaires dans les échanges commerciaux internationaux pourraient également perturber davantage 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. Cela étant, la croissance pourrait être plus forte si l'économie et les marchés de l'énergie s'adaptaient plus rapidement que prévu aux perturbations causées par la guerre au Moyen-Orient ou si la guerre se terminait promptement et durablement. 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. Une plus forte intégration du marché unique serait 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. Les données disponibles depuis la réunion d'avril ont été considérées comme confirmant une évaluation de l'inflation moins favorable qu'anticipé à ce moment-là et comme validant les inquiétudes antérieures selon lesquelles le choc énergétique serait plus persistant que prévu précédemment. Si l'inflation semble toujours être principalement déterminée par les évolutions dans les secteurs liés à l'énergie, un changement important depuis avril a été la matérialisation de plus en plus visible et généralisée d'effets indirects dans la hausse des prix des services et des biens industriels non énergétiques.

L'inflation s'est accélérée pour s'établir à 3,2 % en mai, au-dessus de la cible de 2 % pour le troisième mois consécutif, la hausse des prix de l'énergie constituant le principal déterminant. Toutefois, les résultats concernant la hausse des prix de l'énergie en mai ont été légèrement plus faibles que prévu, et la question a été soulevée de savoir si cela reflétait les mesures de compensation budgétaire temporaires récemment mises en place ou d'autres facteurs plus persistants. À cet égard, il convient de distinguer le pétrole, le gaz et l'électricité. Le gaz naturel a été moins impacté que le pétrole par le conflit au Moyen-Orient, tandis que les prix de l'électricité n'ont pas encore été beaucoup affectés. Cela pourrait s'expliquer par le fait que la sensibilité des prix de l'électricité aux évolutions des prix du gaz naturel s'est atténuée en raison de la part plus importante de la production d'énergies renouvelables dans le mix énergétique, ainsi que de la capacité de production d'énergie nucléaire dans plusieurs pays. Même si la hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 2,0 % en mai, après 2,4 % en avril, elle reste considérée comme un canal important par lequel le choc énergétique pourrait se généraliser à l'ensemble du panier de consommation.

L'inflation hors énergie et produits alimentaires s'est accentuée pour s'établir à 2,5 % en mai après 2,2 % en avril, surprenant à la hausse. Cette évolution résulte à la fois d'un renchérissement plus élevé des biens industriels non énergétiques et d'une augmentation étonnamment importante de l'inflation dans les services. L'accélération de la hausse des prix des biens industriels non énergétiques a été considérée comme un signe de renforcement des effets indirects exercés par les hausses des prix de l'énergie. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnement se sont également accentuées, en raison de l'allongement des délais de livraison, comme l'indiquent les dernières données issues du PMI, et de l'augmentation des arriérés de commandes. Les tensions en amont et les prix à la production ont augmenté dans le monde entier, et l'indice des tensions sur les chaînes

d'approvisionnement mondiales a atteint son plus haut niveau depuis 2022. Le caractère mondial du choc a également inversé la tendance antérieure à la désinflation importée, les prix des importations en provenance de Chine devant également reculer à un rythme plus lent que prévu initialement. En ce qui concerne l'inflation dans les services, il a été avancé que l'accélération de 3,0 % en avril à 3,5 % en mai était préoccupante, compte tenu du poids important des services dans le panier de consommation et de leur lien étroit avec les conditions des coûts intérieurs. L'expérience acquise à la suite du choc de 2022 a montré que l'inflation dans les services avait tendance à réagir avec un décalage significatif, mais qu'elle pouvait ensuite se révéler très persistante, reflétant en partie une croissance plus forte des salaires. Tout cela implique que l'accélération surprise de l'inflation dans les services pourrait soulever des questions quant à la vitesse à laquelle l'inflation convergerait vers la cible de 2 %. Il reste toutefois à déterminer dans quelle mesure la dernière augmentation de l'inflation dans les services reflète des facteurs temporaires, tels que le coût des voyages organisés en Allemagne et les prix des hôtels liés aux concerts aux Pays-Bas, ou si elle peut être considérée comme plus persistante, reflétant les premiers signes de transmission des prix de l'énergie et des effets indirects plus marqués que prévu.

Le choc énergétique se révélant plus persistant que ce qui avait été envisagé au moment des réunions de mars et d'avril, et ses effets indirects devenant de plus en plus visibles et généralisés, les perspectives d'inflation se sont de nouveau détériorées. Selon le scénario de base des nouvelles projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, l'inflation totale devrait désormais s'établir en moyenne à 3,0 % en 2026, 2,3 % en 2027 et 2,0 % en 2028, tandis que l'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait ressortir en moyenne à 2,5 % en 2026 et 2027, et à 2,2 % en 2028. Par rapport aux projections de mars, les services de l'Eurosystème ont révisé à la hausse leur projection de base pour l'inflation en 2026 et 2027, en raison d'une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie, qui, dans une certaine mesure, devrait alimenter la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services. En particulier, la hausse des prix des biens industriels non énergétiques devrait désormais nettement s'accélérer au cours des trimestres à venir, tandis que l'inflation dans les services devrait se ralentir beaucoup plus progressivement qu'anticipé précédemment. Ces évolutions exercent des tensions à la hausse sur l'inflation *core*. Si le principal déterminant de l'accélération de l'inflation reste l'augmentation soutenue des prix du pétrole liée au conflit au Moyen-Orient et la fermeture ou la perturbation de voies d'approvisionnement essentielles, la révision à la hausse de l'inflation hors énergie dans les projections a été considérée comme indiquant que les effets indirects du choc sur les prix du pétrole étaient plus larges et plus persistants qu'évalué précédemment.

Il a été longuement débattu des effets directs, des effets indirects et des éventuels effets de second tour du choc énergétique. Des effets directs se sont rapidement fait sentir, principalement par le biais d'une augmentation des prix des carburants et de l'énergie. Toutefois, des effets indirects sont désormais de plus en plus visibles du fait de la répercussion de la hausse des prix de l'énergie sur les prix des produits pétroliers raffinés, des plastiques, des engrais, des transports et des importations. Il a été noté que les projections de base intégraient des effets indirects importants, qui se reflétaient dans le mouvement haussier de l'inflation dans le secteur des produits alimentaires et dans celui des

biens industriels non énergétiques. S'il était incontestable que des effets indirects se produiraient, il était essentiel de vérifier s'ils étaient plus marqués ou plus faibles que prévu. À l'inverse, il a été généralement convenu que les effets de second tour n'étaient pas encore observés dans les données, bien qu'il ait été suggéré que les risques liés à ces effets s'accroissent à mesure que la durée du choc s'allongeait. Dans ce contexte, il a été souligné que le souvenir de l'épisode d'inflation élevée de 2022 pourrait inciter les ménages et les entreprises à réagir plus rapidement que par le passé, augmentant le risque d'un ajustement des comportements en matière de fixation des prix et de négociation salariale.

Les tensions d'origine interne sur les coûts se sont atténuées au premier trimestre, sous l'effet d'une progression plus lente des salaires et des bénéfices. L'outil de suivi des salaires de la BCE et les enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires continuent d'indiquer que la croissance des salaires devrait se modérer au cours de l'année, et l'évolution de la rémunération par tête a été révisée à la baisse pour 2026 dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Dans l'ensemble, aucun élément n'a attesté jusqu'à présent d'effets de second tour *via* une croissance plus élevée des salaires. Toutefois, il a été observé que les salaires s'ajustaient avec un décalage important et constituaient donc un indicateur en temps réel imparfait, alors qu'il a semblé probable que les négociations salariales à venir intégreraient des considérations liées au pouvoir d'achat. Il a également été suggéré que des tensions plus structurelles sur le marché du travail au fil du temps, notamment en raison des évolutions démographiques, pourraient exercer des pressions à la hausse sur la croissance des salaires et l'inflation dans les services, même si cela ne devrait pas être un sujet de préoccupation à court terme.

Les anticipations d'inflation pour les horizons à court terme ont augmenté, comme le reflètent les enquêtes menées à la fois auprès des experts et des ménages. Il a été souligné que les anticipations d'inflation des consommateurs restaient élevées sur tous les horizons et que la distribution des anticipations s'était déplacée vers la droite. Il a également été suggéré que si l'augmentation des anticipations d'inflation à court terme se prolongeait et n'était pas maîtrisée, elle pourrait se répercuter sur les anticipations d'inflation à moyen et long terme, en particulier celles des entreprises et des ménages. Par conséquent, il est important de suivre attentivement le risque d'un potentiel désancrage des anticipations d'inflation. Dans le même temps, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme ont été relativement stables et ont continué de s'établir autour de 2 %.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse. Si les prix de l'énergie augmentaient davantage et plus durablement qu'envisagé actuellement, l'accélération de l'inflation dans la zone euro s'accroîtrait encore. 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. Des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution des crises liées au climat et à la nature pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante que prévu. À l'inverse, l'inflation pourrait être légèrement 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 se révélaient moins prononcés qu'attendu. Des marchés financiers plus volatils et plus réticents à prendre des risques pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation.

Les membres du Conseil ont estimé que, compte tenu de l'incertitude toujours élevée, compléter les projections de base et l'évaluation régulière des risques par des scénarios alternatifs illustratifs permettait de donner une indication du large éventail de résultats possibles concernant l'inflation et la croissance. Dans les scénarios défavorable et sévère, l'inflation totale et l'inflation *core* s'établiraient nettement au-dessus de 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection, 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 également de la possibilité de pénuries physiques de pétrole et de graves perturbations de la chaîne d'approvisionnement. À l'inverse, dans le scénario plus modéré, l'inflation atteindrait à court terme un pic comparable à celui prévu dans le scénario de base, mais reviendrait au-dessous de la cible à moyen terme.

Les membres sont convenus que les scénarios devraient être considérés comme complémentaires aux projections de base pour éclairer les discussions relatives à la politique monétaire, tout en étant également utiles à des fins de narratif et de communication. Toutefois, la conception des scénarios et la probabilité de leur matérialisation ont fait l'objet d'un débat. Le passage à l'élaboration des différents scénarios sur la base des trajectoires de prix futures tirées des instruments de marché, notamment pour les prix du pétrole et du gaz dans différentes parties de la distribution, a été largement salué comme étant objectif, transparent et utile pour faciliter la communication. Même s'il a été noté que les contrats à terme sur le pétrole étaient souvent de médiocres prédictors des prix au comptant futurs réalisés et que la valorisation actuelle par le marché et les distributions implicites tirées des options pouvaient ne pas refléter pleinement l'impact économique réel et les risques associés au conflit, en particulier concernant les pénuries physiques, les goulets d'étranglement, la diminution des stocks et les effets de second tour, il n'existe aucune alternative objective clairement supérieure. Néanmoins, la question a été posée de savoir si l'utilisation de scénarios fondés sur les probabilités implicites dans les prix de marché des différentes évolutions des prix constituait la bonne approche à adopter, compte tenu du fait que le narratif sous-tendant ces scénarios pouvait se révéler moins clair et que les incertitudes actuelles sur les marchés pétroliers concernaient principalement les conditions physiques, la correspondance entre ces différentes évolutions physiques possibles et leurs conséquences potentielles sur les prix étant entourée d'un degré d'incertitude considérable.

Même s'il a été généralement considéré que les risques pesant sur les prix de l'énergie sont orientés à la hausse et que le scénario défavorable est plus probable que le scénario plus modéré, quelques membres du Conseil ont suggéré que le scénario défavorable pourrait potentiellement être plus probable que le scénario de base. Dans ce contexte, il a été souligné que les prix de l'énergie ont

affiché une pente négative (*backwardation*) à partir de fin 2026 dans tous les scénarios, et devraient également revenir largement au-dessous des niveaux actuels d'ici la fin de l'horizon de projection dans tous les scénarios à l'exception du scénario sévère, ce qui suggère que les anticipations des marchés pourraient être trop confiantes, en particulier pour la partie supérieure de la distribution. En ce sens, il a été souligné que les informations provenant d'autres sources, telles que les *think tanks* et Polymarket, semblaient moins optimistes que les distributions tirées des options sur les prix du pétrole. Dans le même temps, il a été suggéré que le scénario sévère est désormais très improbable, au vu de la manière dont le marché pétrolier a géré les perturbations depuis plus de trois mois. En outre, il a été noté que les épisodes de regain des tensions sur les marchés de l'énergie au cours des trois derniers mois ont souvent été suivis assez rapidement d'une désescalade du conflit ou de pourparlers de paix. De plus, une caractéristique commune à tous les scénarios, y compris le scénario plus modéré, est que les prix du pétrole restent supérieurs aux anticipations d'avant la guerre, même à la fin de l'horizon de projection. Cela signifie que, à moins qu'un scénario très modéré ne se concrétise, les prix du pétrole seront probablement nettement plus élevés au cours des deux prochaines années qu'anticipé avant la guerre, ce qui continue de représenter un choc important.

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 marchés financiers s'attendent désormais à trois hausses de taux d'intérêt de 25 points de base environ dans l'ensemble, une hausse étant déjà pleinement intégrée pour la réunion de juin du Conseil des gouverneurs et une autre pour la réunion de septembre. Dans le même temps, depuis le début de la guerre au Moyen-Orient, la forte hausse des anticipations d'inflation à court terme a fait baisser les taux d'intérêt réels à court terme et rendu les taux directeurs actuels plus accommodants, même s'il n'y a pas eu d'assouplissement délibéré de la politique monétaire.

Dans l'ensemble, les conditions financières sont restées globalement inchangées depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs, mais elles demeurent plus strictes qu'avant la guerre. Toutefois, l'effet de resserrement lié aux anticipations d'une hausse des taux directeurs a été contrebalancé par une impulsion d'assouplissement en provenance des marchés d'actifs risqués. Tout en continuant d'afficher de la volatilité, les marchés d'actifs risqués sont restés globalement dynamiques, comme l'ont montré la compression des écarts de rendement obligataires et les tensions sur les valorisations des actions, en particulier aux États-Unis. En effet, l'essor de l'IA donne l'impression que les marchés boursiers américains semblent parfois se comporter comme s'il n'y avait pas de guerre, les multiples de valorisation dans certains secteurs suggérant des vulnérabilités. Dans ce contexte, les risques d'une correction brutale sur les marchés financiers et d'un durcissement soudain des conditions financières mondiales persistent et sont susceptibles de s'accroître. Ils pourraient se concrétiser si l'optimisme à l'égard de l'IA venait à s'atténuer, en raison notamment du phénomène circulaire selon lequel les anticipations d'une hausse des dividendes et des bénéfices pourraient faire monter les valorisations, ce qui pourrait à son tour alimenter des anticipations de nouvelles hausses des dividendes et des bénéfices, et compte tenu du fait que le réseau restreint d'entreprises concernées se compose souvent de clients, de fournisseurs et d'investisseurs mutuels. Une correction de marché pourrait également survenir si l'accélération de

l'inflation mondiale – possiblement amplifiée par une nouvelle escalade de la guerre au Moyen-Orient – incitait les banques centrales dans le monde à poursuivre une politique monétaire plus restrictive qu'attendu.

Une baisse marquée et soudaine des prix des actifs, potentiellement amplifiée par le secteur financier non bancaire, qui présente des vulnérabilités, et par la détérioration de la qualité des actifs, en particulier dans les secteurs sensibles à l'énergie et aux échanges commerciaux, ferait peser des risques sur la stabilité financière. Plus les conflits géopolitiques actuels se prolongent, plus ces risques s'intensifient. Toutefois, les banques de la zone euro demeurent résilientes, soutenues par des ratios de fonds propres et de liquidité solides, ainsi que par une qualité des actifs et une rentabilité robustes. De manière plus générale, la politique macroprudentielle reste la première ligne de défense contre l'accumulation de vulnérabilités financières, en renforçant la capacité de résistance et en préservant la marge de manœuvre macroprudentielle. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont estimé qu'il n'y a pas conflit actuellement entre les considérations de stabilité financière et la politique monétaire.

S'agissant des conditions de financement des ménages et des entreprises, le coût du financement par endettement de marché est passé de 3,9 % en mars à 4,0 % en avril, tandis que les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises sont demeurés à 3,6 % en avril et les taux hypothécaires à 3,4 %. La croissance du crédit aux entreprises et celle des prêts hypothécaires sont restées robustes, le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises est passé de 3,2 % en mars à 3,4 % en avril, le taux de croissance des émissions d'obligations d'entreprises a atteint 4,6 % et les prêts hypothécaires ont de nouveau progressé de 3,0 %. Toutefois, 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 2026. Il a été suggéré que cela aurait un effet modérateur sur le crédit au cours de la période à venir, du moins pour les secteurs les plus durement touchés par le choc énergétique.

[Orientation de politique monétaire et considérations sur la stratégie à mener](#)

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

Les membres du Conseil sont largement convenus que la poursuite du conflit au Moyen-Orient et les données disponibles ont entraîné une détérioration des perspectives d'inflation par rapport à celles des projections de base établies en mars par les services de l'Eurosystème, et aux perspectives au moment de la précédente réunion de politique monétaire en avril. L'inflation totale a nettement dépassé la cible, en raison des effets directs du choc sur les prix de l'énergie et du fait qu'il se

propage dans la dynamique inflationniste hors énergie via des effets indirects de plus en plus visibles et généralisés. Des signes clairs de tensions en amont ont également été observés, les prix à la production augmentant à l'échelle mondiale et la forte hausse des prix des consommations intermédiaires se traduisant, au moins en partie, par une hausse des prix à la production, tandis que les anticipations d'inflation à court terme sont de plus en plus sensibles au choc. Par rapport aux projections de mars, les services de l'Eurosystème ont revu à la hausse leur projection de base pour l'inflation en 2026 et 2027, le dépassement de la cible d'inflation étant plus prononcé et plus persistant qu'anticipé auparavant, en raison d'une trajectoire plus élevée des prix de l'énergie, qui, dans une certaine mesure, devrait alimenter la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services. L'inflation totale devrait encore s'accélérer pendant l'été et rester nettement supérieure à la cible au premier semestre 2027, malgré l'intégration de près de trois relèvements de taux d'intérêt de 25 points de base aux projections. Elle devrait ensuite revenir au niveau de la cible au second semestre 2027, sous l'effet de la baisse des prix de l'énergie et de l'augmentation plus lente des autres prix, mais aussi en partie en raison d'effets de base. En revanche, l'inflation hors énergie et produits alimentaires devrait rester supérieure à 2 % jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

Les projections de base établies par les services de l'Eurosystème sont entourées d'une forte incertitude due à la guerre au Moyen-Orient. Cette incertitude se reflète également dans le large éventail de résultats concernant l'inflation et la croissance dans les scénarios illustratifs élaborés et mis à jour par les services de l'Eurosystème. Les implications complètes de la guerre pour l'inflation et la croissance à moyen terme 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. Plus les prix de l'énergie restent longtemps à des niveaux élevés, plus ils sont susceptibles de pousser à la hausse l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. Une telle dynamique augmenterait le risque que le choc énergétique devienne ancré dans l'inflation sous-jacente et dans les anticipations d'inflation à moyen et long termes. Toutefois, des effets de second tour n'ont pas encore été observés. En outre, même si les anticipations d'inflation à plus court terme sont restées nettement supérieures aux niveaux d'avant le début de la guerre au Moyen-Orient, la crédibilité de l'engagement de la BCE en faveur de la stabilité des prix reste solide, les anticipations d'inflation à moyen et long termes demeurant globalement ancrées. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme se sont établies autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme.

Tous les membres du Conseil ont estimé que les risques entourant les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse par rapport aux projections de base établies par les services de l'Eurosystème, l'évolution du conflit au Moyen-Orient étant la principale source de risque. Si les prix de l'énergie augmentaient davantage et plus durablement qu'envisagé actuellement, l'accélération de l'inflation dans la zone euro serait encore plus forte. Dans ce contexte, il a été noté que le retour de l'inflation à la cible dans les projections de base établies par les services de l'Eurosystème repose sur l'hypothèse d'une baisse assez prononcée des prix du pétrole et des autres sources d'énergie par rapport aux niveaux actuels résultant de la forme des courbes des contrats à terme sur l'énergie. Cette situation de déport important (*backwardation*) renforce les importants effets de base négatifs qui entraîneraient

automatiquement un ralentissement de l'inflation une fois que les fortes hausses passées des prix ne seraient plus prises en compte dans le calcul annuel, tandis que l'inflation *core* devrait rester supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection. Par conséquent, si les prix de l'énergie ne suivent pas la baisse suggérée par les courbes des contrats à terme, une inflation supérieure à la cible devrait s'avérer nettement plus persistante. En outre, il a été jugé risqué de s'appuyer sur les évolutions des prix de l'énergie pour le retour de l'inflation au niveau de la cible, compte tenu des tensions géopolitiques en cours, de la volatilité récente sur les marchés et de l'incertitude quant à savoir si les risques pesant sur l'offre d'énergie et la possibilité de pénuries physiques se reflètent suffisamment dans les prix de marché.

Les risques inflationnistes liés aux prix de l'énergie pourraient être renforcés et devenir plus persistants 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 signaux récents en matière de prix provenant des indices PMI et les perspectives croissantes de goulets d'étranglement au niveau de l'offre ont suscité des craintes à cet égard. Dans ce contexte, il a été avancé que, compte tenu de l'ampleur du choc, la transmission pourrait être non linéaire même dans le scénario de base, la probabilité et la force des non-linéarités augmentant avec la durée du conflit. Les dépenses budgétaires supplémentaires consacrées à la résilience et à la transition en matière d'énergie, compte tenu de la flexibilité supplémentaire prévue par la clause dérogatoire nationale pour les dépenses de défense, comme l'a récemment proposé la Commission européenne, font peser un autre risque à la hausse sur l'inflation. Plus globalement, le risque demeure que les tensions commerciales actuelles entraînent également une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, réduisent l'offre de matières premières critiques et aggravent les contraintes de capacité au sein de l'économie de la zone euro. Enfin, des phénomènes météorologiques extrêmes et, plus généralement, l'évolution de la crise climatique et naturelle pourraient conduire à une hausse des prix des produits alimentaires plus importante qu'anticipé, en particulier compte tenu du risque d'un phénomène El Niño majeur.

Dans le même temps, l'inflation pourrait être légèrement 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 qu'attendu. Dans ce contexte, il a été avancé que la demande reste relativement faible, ce qui pourrait limiter la capacité des entreprises à répercuter la hausse des coûts de l'énergie sur les prix des produits finaux et réduire l'intensité des effets indirects et de second tour. Toutefois, il a également été noté que la hausse des prix des consommations intermédiaires et des prix à la production, ainsi que la forte augmentation des anticipations relatives aux prix de vente, suggèrent que le ralentissement de l'économie résultant du choc énergétique est probablement insuffisant pour ramener l'inflation à sa cible à moyen terme, d'autant que les entreprises seraient de plus en plus incitées à répercuter les hausses de coûts sur les prix à la consommation à mesure que leurs marges bénéficiaires se réduisent. En outre, la révision à la baisse de la projection de croissance de base établie par les services de l'Eurosystème est peu marquée, ce qui implique que les risques à la baisse pesant sur la croissance sont plus limités que les

risques à la hausse pesant sur l'inflation. La pente relativement plate de la courbe de Phillips – influencée par la relative rigidité de l'économie de la zone euro – implique également qu'une croissance plus faible ne sera probablement pas suffisante pour ramener l'inflation au niveau de la cible.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont comparé l'environnement actuel à la situation au moment du choc énergétique déclenché par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022, après lequel des effets de second tour et des non-linéarités importants étaient entrés en jeu. Jusqu'à présent, l'ampleur du choc actuel reste inférieure à la séquence globale des chocs inflationnistes subis fin 2021 et début 2022, même si la nature mondiale du choc énergétique cette fois-ci, contrairement aux perturbations régionales relativement contenues de 2022, accroît le risque d'effets indirects plus importants via les prix à l'importation et le long des chaînes de valeur mondiales. Le contexte économique actuel est également très différent de celui de 2022. Le choc énergétique s'était alors produit dans le contexte d'une forte demande latente après la réouverture post-pandémie, tandis que l'économie connaît actuellement une croissance plus modérée dans un contexte de conditions de demande relativement plus faibles. La composition actuelle de la demande est également différente, la composante services qui avait rendu l'inflation si persistante au cours du cycle précédent n'étant pas le principal déterminant cette fois. En outre, la réaction budgétaire au choc actuel et l'impulsion associée de la demande sont beaucoup plus faibles qu'ils ne l'ont été en 2022, et la politique monétaire a été hautement accommodante avant le choc en 2022, alors qu'elle a été globalement neutre au début du choc actuel. Enfin, en dépit de certaines tensions, les goulets d'étranglement au niveau des chaînes d'approvisionnement mondiales restent beaucoup plus contenus à cette occasion. Tous ces facteurs suggèrent que les effets du choc actuel seront de plus courte durée que ceux de l'épisode précédent. Il est toutefois important de maintenir notre vigilance. Cela est particulièrement le cas étant donné que l'épisode d'inflation de 2022 est encore frais dans les mémoires des ménages et des entreprises. Par conséquent, une plus grande attention devrait être accordée aux hausses de prix maintenant qu'au moment du choc énergétique précédent, ce qui pourrait signifier que les entreprises et les travailleurs pourraient réagir plus rapidement à cette occasion.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, certains indicateurs ont déjà été tirés vers le haut par le choc énergétique. L'inflation sous-jacente (*core*) a augmenté. Après une révision à la hausse des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème, elle devrait désormais rester supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection et dépasser 2,5 % pendant une période significative, malgré le resserrement de la politique monétaire intégré dans les projections. Il a également été suggéré que les risques pesant sur les perspectives relatives à l'inflation *core* sont orientés à la hausse. Plus généralement, les quelques autres mesures disponibles de l'inflation sous-jacente ont toutes augmenté en mai, et la composante persistante et commune de l'inflation (PCCI) d'avril, qui a souvent été considérée comme l'indicateur le plus fiable, a également indiqué des risques à la hausse. Il a été suggéré que l'évolution de la dynamique de l'inflation sous-jacente est indicative de tensions sous-jacentes persistantes plutôt que temporaires sur les prix et constitue donc une source de préoccupation. En outre, il a été avancé que les mesures de l'inflation sous-jacente – y compris l'inflation *core* – sont particulièrement pertinentes du point de vue de la politique monétaire actuelle,

car elles peuvent être considérées comme le principal « attracteur » de l'inflation totale à moyen terme et reflètent également les répercussions des prix de l'énergie sur la dynamique plus large de l'inflation. Dans cette optique, il a été suggéré qu'il serait trompeur d'examiner l'inflation totale actuelle de manière isolée, étant donné que sa trajectoire future projetée dépend fortement de la forme de la courbe des contrats à terme sur l'énergie et qu'elle devrait également être réduite plus tard dans l'horizon de projection par d'importants effets de base négatifs. Dans le même temps, il a été avancé que l'inflation sous-jacente, bien que très pertinente pour la politique monétaire, n'est pas le même concept que l'inflation à moyen terme, les mesures de l'inflation sous-jacente étant les plus pertinentes pour la dynamique de l'inflation à un an. L'inflation *core* et l'inflation hors énergie devraient atteindre un pic en 2027, puis diminuer. Par conséquent, la hausse de l'inflation sous-jacente pourrait être considérée comme reflétant uniquement un ajustement décalé du choc initial, ce qui n'empêche pas l'inflation de revenir à la cible à moyen terme, dans l'hypothèse de mesures de politique monétaire suffisantes. De plus, jusqu'à présent, aucun élément n'indique que le choc énergétique se traduit par une hausse plus forte des salaires, les évolutions récentes des salaires et les perspectives salariales étant cohérentes avec l'inflation à la cible à moyen terme. Il a été suggéré que les indicateurs récents de la croissance des salaires ont été moins sensibles aux évolutions récentes qu'anticipé précédemment et que les revendications salariales futures pourraient être modérées par un ralentissement du marché du travail et les menaces que l'IA fait peser sur l'emploi. Cela pourrait impliquer que le risque d'effets de second tour via les salaires est plus faible que prévu. Toutefois, les salaires ne se sont ajustés qu'avec un décalage important. Le marché du travail demeurant relativement résilient, il a été avancé qu'au fil du temps, les travailleurs pourraient chercher à récupérer le pouvoir d'achat perdu, négociant potentiellement plus vigoureusement cette fois-ci compte tenu de leur expérience antérieure après le choc énergétique de 2022. Cela pourrait créer un risque à la hausse pour la croissance des salaires. Il devient aussi plus onéreux pour les entreprises de se procurer d'autres intrants, de sorte qu'elles prévoient de relever leurs prix de vente. De ce point de vue, il a été avancé que le risque d'effets de second tour subsiste.

Enfin, la transmission de la politique monétaire demeure fluide et efficace. La politique monétaire a été globalement neutre au cours de l'année passée. Toutefois, en 2025, le frein résiduel final exercé par le cycle de resserrement antérieur a continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'activité économique. Par conséquent, la résilience de l'économie à ce stade de l'année reflète en partie le soutien des autorités associé à la suppression de ce facteur défavorable. L'effet modérateur du durcissement des conditions financières depuis le début de la guerre a été limité jusqu'à présent, la croissance du crédit demeurant robuste. À l'avenir, toutefois, il a été suggéré que la récente hausse des taux d'intérêt à long terme et le durcissement des critères d'octroi des prêts bancaires réduiraient la demande de crédit, pèseraient sur l'investissement et affaibliraient la dynamique économique, générant ainsi une impulsion désinflationniste à moyen terme. Il a également été observé que si la transmission de la politique monétaire par les banques semble bien fonctionner, la transmission par les marchés est affectée par l'appétence pour le risque des investisseurs, qui pourrait fluctuer rapidement. Dans ce contexte, un resserrement de l'offre de crédit ou une détérioration du sentiment sur les marchés financiers mondiaux, associés à des marchés financiers plus volatils et plus réticents

à prendre des risques, pourraient peser sur la demande et ainsi faire peser un risque à la baisse sur 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 d'augmenter les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base. Cette décision est en ligne avec l'engagement du Conseil des gouverneurs à mener une politique monétaire qui assure la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. La guerre au Moyen-Orient génère des tensions inflationnistes. La hausse de l'inflation due au choc persistant sur les prix de l'énergie n'est plus seulement prévue, mais s'est déjà matérialisée, les données disponibles signalant désormais également des effets indirects de plus en plus visibles et généralisés sur la hausse des prix hors énergie. D'autres effets indirects se profilent, indiquant un élargissement plus important des tensions inflationnistes dans l'ensemble de l'économie, et des effets de second tour restent clairement une possibilité, leur probabilité augmentant avec la persistance du choc énergétique. Les perspectives d'inflation se sont détériorées, les projections de base des services de l'Eurosystème pour l'inflation ayant été revues à la hausse, de sorte qu'une inflation supérieure à la cible devrait être plus prononcée et persistante qu'envisagé précédemment, et l'inflation *core* devrait désormais rester supérieure à 2 % sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Si l'incertitude reste très élevée, en particulier en ce qui concerne la durée du choc énergétique, il est désormais plus clair qu'en avril que le conflit et le choc associé persistent. Les conséquences du choc sont également mieux comprises, en partie en raison de l'analyse complète des perspectives et des risques associés qui a été possible dans le cadre de l'exercice de projection des services de l'Eurosystème. En outre, malgré la révision à la hausse des perspectives d'inflation, les risques demeurent orientés à la hausse. Dans l'ensemble, il est désormais clair que la situation actuelle ne peut plus justifier de faire abstraction du choc. Par conséquent, la valeur attachée à l'option consistant à attendre des informations complémentaires a considérablement diminué depuis la précédente réunion. Au lieu de cela, la politique monétaire doit désormais réagir aux informations disponibles et, en particulier, à l'écart attendu de l'inflation par rapport à la cible de 2 % à moyen terme, le choc sur les prix de l'énergie se propageant à d'autres parts du panier de consommation. Une telle action devrait contribuer à limiter les effets indirects et les risques d'effets de second tour du choc énergétique. En outre, elle devrait renforcer la crédibilité de l'engagement de la BCE en faveur de la stabilité des prix, en particulier face aux anticipations d'inflation à court terme élevées et croissantes, et garantir que les anticipations d'inflation à moyen et long termes restent bien ancrées, compte tenu également de la compréhension par les intervenants de marché de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs. Il n'y a pas non plus actuellement conflit entre les considérations de stabilité financière et la politique monétaire. Relever les taux d'intérêt de 25 points de base à ce stade est cohérent avec la stratégie d'un ajustement mesuré de la politique monétaire en réponse à un choc d'offre générant un dépassement important, mais pas trop persistant, de la cible d'inflation. Une telle évolution continuerait de placer le Conseil des gouverneurs en bonne position pour faire face à

l'incertitude causée par la guerre, évaluer les données à venir et conserver une certaine flexibilité pour les réunions futures.

La décision est également robuste à un ensemble de scénarios évaluant l'évolution possible du choc et ses répercussions potentielles sur les perspectives à moyen terme pour la zone euro. Dans tous les scénarios, l'inflation dépasserait la cible à moyen terme en l'absence d'un resserrement de la politique monétaire. Même dans un scénario plus modéré avec des prix moins élevés de l'énergie – qui pourrait émerger si le conflit était résolu rapidement et durablement – une part significative des dommages inflationnistes causés par le choc se serait déjà répercutée dans l'ensemble de l'économie. En particulier, les perturbations des chaînes d'approvisionnement, la hausse des coûts de production et les ajustements des prix au niveau de l'entreprise ne s'inverseraient pas simplement ou rapidement avec la résolution du conflit. Par conséquent, un relèvement des taux d'intérêt à ce stade serait approprié même dans le scénario plus modéré, ce qui implique qu'aucun des scénarios pris en compte dans l'exercice de projection ne va dans le sens d'un maintien du taux de la facilité de dépôt à 2 % en juin.

Étant donné ces considérations, même si un relèvement aurait pu être considéré comme une mesure de précaution s'il avait été décidé lors des réunions de politique monétaire du Conseil des gouverneurs de mars ou d'avril, l'ajustement actuel ne devrait pas être vu comme une hausse à titre d'assurance, mais plutôt comme une décision robuste sur l'ensemble des perspectives de base et l'éventail complet des scénarios alternatifs, étayée par une évaluation approfondie. Cela signifie également qu'il est utile de démontrer cette robustesse en publiant le scénario plus modéré parallèlement aux scénarios adverse et sévère, afin qu'il soit clair que la décision de politique monétaire est robuste sur l'ensemble des scénarios et que le Conseil des gouverneurs a évalué la manière dont sa décision de politique monétaire se comportera dans un scénario plus modéré.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont comparé l'environnement actuel à la situation de 2011, lorsque la BCE avait relevé les taux d'intérêt en avril et en juillet avant de faire marche arrière en novembre et en décembre. Depuis lors, le Conseil des gouverneurs a revu sa stratégie de politique monétaire à deux reprises et a tiré les leçons de cet épisode et d'une série de chocs différents. Il a été observé que la principale différence réside désormais dans le fait que, malgré certains risques pour la stabilité financière, tels que ceux liés aux valorisations tendues sur les marchés financiers, il n'existe actuellement aucun signe tangible de tensions financières et de risques de récession associés, tandis que les relèvements des taux d'intérêt en 2011 sont intervenus à un moment où la crise de la dette souveraine de la zone euro battait son plein. Plus généralement, la leçon à tirer de 2011 n'est pas que le Conseil des gouverneurs ne devrait jamais augmenter les taux d'intérêt en présence de risques pour la stabilité financière, mais plutôt qu'il devrait éviter de s'engager à l'avance dans le cadre de décisions de politique monétaire futures. Le relèvement des taux d'intérêt de 25 points de base lors de la présente réunion, tout en continuant de surveiller les risques pour la stabilité financière et en maintenant l'approche fondée sur les données et réunion par réunion, a été jugé en cohérence avec ces enseignements.

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

Compte tenu de la persistance d'une forte incertitude, il est important de s'abstenir de donner des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt. La communication devrait rester neutre, ne suggérant ni que la décision actuelle est la première d'une série de relèvements à venir, ni qu'il s'agit d'une décision ponctuelle. Éviter un engagement pré-établi pourrait permettre de répondre efficacement à différents scénarios d'évolution du choc. Dans le même temps, il est essentiel de rester vigilant, et il est important de reconnaître que de nouveaux relèvements des taux sont intégrés dans les projections de base. Par conséquent, il est important de faire savoir que le Conseil des gouverneurs est fermement déterminé à atteindre une inflation de 2 % à moyen terme, qu'il suit de près la situation et reste agile et flexible pour faire le nécessaire afin de répondre aux menaces pesant sur l'objectif de stabilité des prix. Il a également été noté que la combinaison de la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs et de l'approche fondée sur les données et réunion par réunion est cohérente avec sa stratégie de politique monétaire permettant de faire face à l'environnement économique très incertain. Elle s'est avérée être une approche robuste bien comprise par les intervenants de marché et qui a contribué à assurer la stabilité des prix après la forte hausse de l'inflation en 2022.

Pour l'avenir, le Conseil des gouverneurs continuera de suivre attentivement l'évolution de la situation, et son approche fondée sur les données l'aidera à définir la politique monétaire de manière appropriée afin de garantir une stabilisation durable de l'inflation au niveau de la cible à moyen terme. Plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus ils seront susceptibles de pousser à la hausse l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. Il est donc important de surveiller de près l'ampleur et la persistance de cette augmentation des prix de l'énergie ainsi que ses répercussions sur la formation des prix et des salaires, les anticipations d'inflation et la dynamique économique dans son ensemble. Parmi les autres éléments clés à suivre figurent de potentielles pénuries physiques d'énergie et d'autres matières premières, l'évolution de la demande agrégée, les évolutions de l'inflation *core* et de l'inflation sous-jacente, l'évolution des conditions financières – y compris pour évaluer si la politique monétaire se transmet sans heurt – et les évolutions sur les marchés financiers, compte tenu également des risques pour la stabilité financière.

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 11 juin 2026](#)

Conférence de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 10-11 juin 2026

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. Vujčić, vice-président

M. Cipollone

M. Demarco

M. Dolenc*

M. Elderson

M. Escrivá

M. Kaasik

M. Kazāks

M. Kažimír*

M. Kocher*

M. Lane

M. Makhlouf

M. Moulin

M. Nagel

M. Panetta*

M. Patsalides

M. Pereira*

M. Radev

M. Rehn*

M. Reinesch

Mme Schnabel

M. Šimkus

M. Sleijpen

M. Stournaras

Mme Švaljek, sous-gouverneur de la Hrvatska narodna banka

M. Wunsch

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

Autres participants

Mme Senkovic, secrétaire, directrice générale du Secrétariat

M. Kamps, Secrétaire général 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

M. Dewachter

M. Horváth

M. Koukoularides

M. Kroes

M. López

M. Lünnemann

Mme Mauderer

M. Nicoletti Altimari

M. Petriček

M. Randveer

Mme Raposo

M. Reuter

M. Rutkaste

Mme Schembri

M. Šošić

Mme Tamoševičienė

M. Tavlás

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 27 août 2026.