

Réunion des 22 et 23 juillet 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 22 et le jeudi 23 juillet 2026

27 août 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 faisant observer que depuis la réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 juin 2026, les évolutions sur les marchés financiers ont continué d'être déterminées par le conflit en cours au Moyen-Orient et par les développements liés à l'intelligence artificielle (IA).

Les prix du pétrole sont restés très sensibles aux évolutions géopolitiques. Le trafic maritime dans le détroit d'Ormuz a temporairement augmenté mais demeure nettement inférieur aux normes historiques. Depuis la récente intensification du conflit, le trafic a de nouveau ralenti, soulignant la persistance de perturbations dans les chaînes d'approvisionnement énergétique mondiales. Ces évolutions ont entraîné des fluctuations prononcées sur les marchés pétroliers. Les prix du Brent sont brièvement retournés aux niveaux d'avant la guerre à la suite de l'annonce d'un accord de paix provisoire. Malgré le rebond récent, les prix actuels demeurent bien au-dessous des pics enregistrés récemment, et inférieurs aux niveaux observés peu avant la réunion de politique monétaire des 10 et 11 juin. À l'inverse, les prix des contrats à plus long terme sur le pétrole sont restés élevés tout au long de la période de volatilité à court terme des prix du pétrole. Si la courbe des contrats à terme s'est déplacée vers le bas depuis juin 2026, elle reste bien au-dessus des niveaux d'avant la guerre sur l'ensemble de l'horizon, indiquant une hausse persistante des prix du pétrole, les risques demeurant orientés à la hausse.

Mme Schnabel a souligné le fait que les évolutions sur les marchés financiers se sont légèrement découplées de la volatilité à court terme des prix du pétrole. Lors de la forte baisse des prix du pétrole, le taux des *swaps* au jour le jour (OIS) à un an dans un an s'est ajusté plus modestement en raison de la réaction limitée de la compensation de l'inflation sur le même horizon. La compensation de l'inflation, et par conséquent les anticipations relatives aux taux d'intérêt, ont toutefois de nouveau rapidement augmenté à la suite du rebond des prix du pétrole, dépassant les niveaux atteints au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 juin. L'une des raisons de ces évolutions est que les prix du pétrole n'ont pas été représentatifs des marchés plus larges de l'énergie au cours des dernières semaines. Les marges de craquage (*crack spreads*), c'est-à-dire la différence entre le prix de gros des produits pétroliers raffinés et le prix du pétrole brut, souvent utilisées pour estimer les marges de raffinage, se sont inscrites sur une forte tendance haussière ces dernières semaines, atteignant de nouveaux pics historiques. Les stocks tendus et les contraintes sur les capacités de raffinage dues à la destruction d'établissements de raffinage au Moyen-Orient et en Russie ont poussé les prix de l'essence et du diesel à la hausse. Les prix du gaz naturel sont également restés largement supérieurs à leurs niveaux d'avant la guerre, s'établissant à un niveau proche du pic atteint après le déclenchement de la guerre. Les risques qui entourent les futurs prix du gaz demeurent orientés à la hausse, ce qui est sans doute en partie lié à la faiblesse persistante des niveaux de stockage du gaz.

Dernièrement, les prix des produits alimentaires se sont également inscrits sur une tendance haussière. Si les prix des engrais ont complètement annulé le pic observé après le début de la guerre, les prix des matières premières alimentaires ont fortement augmenté depuis la réunion du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 juin. Un des facteurs expliquant cette augmentation pourrait tenir aux risques relatifs aux conditions météorologiques, les dernières prévisions indiquant avec certitude l'arrivée des conditions El Niño dans les prochains mois. Les récentes vagues de chaleur en Europe devraient exercer une pression supplémentaire sur la production et les prix des produits alimentaires. Un autre facteur contribuant à la persistance d'anticipations plus élevées en matière d'inflation, et donc de taux d'intérêt, est l'amélioration des perspectives macroéconomiques au cours des dernières semaines. Pour la zone euro, les données économiques publiées se sont alignées avec les anticipations du marché, ou les ont même dépassées, ces derniers mois. La résilience du contexte macroéconomique est l'un des principaux facteurs renforçant le sentiment des investisseurs à l'égard du risque, soutenu par un optimisme persistant à l'égard de l'IA.

S'agissant des perspectives d'inflation extraites des instruments de marché, les *fixings* d'inflation (hors tabac) ont légèrement diminué à très court terme, mais sont restés globalement inchangés au-delà par rapport à leurs niveaux observés au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 juin. À partir de mi-2027, toutefois, les *fixings* d'inflation ont augmenté et sont restés nettement au-dessus de 2 % à moyen terme, ce qui implique que la baisse des prix du pétrole n'a pas modéré la trajectoire attendue de l'inflation à moyen terme. Pour les deux prochaines années, la balance des risques est de nouveau orientée à la hausse, tandis que les anticipations d'inflation à long terme restent ancrées.

La décomposition des taux sans risque de la zone euro montre que la hausse des rendements nominaux depuis le début de la guerre au Moyen-Orient reflète à la fois une augmentation de la compensation de l'inflation et une hausse des taux réels, avec une prédominance de la compensation de l'inflation à des horizons plus courts. S'agissant des anticipations relatives aux taux directeurs, la courbe à terme des taux OIS dans la zone euro est proche de la courbe observée au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs des 10 et 11 juin. Les marchés continuent d'anticiper un nouveau resserrement de la politique monétaire, avec une hausse des taux en septembre 2026 presque totalement intégrée dans les prix et une hausse supplémentaire pleinement intégrée d'ici février 2027. La courbe à terme des taux OIS reste supérieure aux anticipations médianes présentées dans l'enquête auprès des analystes monétaires, les participants continuant de prévoir un seul nouveau relèvement des taux en 2026. Toutefois, l'enquête ne reflète que partiellement la nouvelle intensification du conflit.

Aux États-Unis, les anticipations relatives à la politique monétaire sont également restées globalement stables, mais avec des mouvements notables entre les deux réunions. À la suite de la réunion du Comité fédéral de l'*open market* de juin 2026, la courbe des contrats à terme sur les fonds fédéraux s'est nettement déplacée vers le haut avant de se replier après la publication de données moins élevées que prévu pour l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis.

L'euro a tout d'abord continué de se déprécier vis-à-vis du dollar américain, à la suite de la réévaluation des anticipations relatives à la politique monétaire américaine, avant d'annuler en partie cette évolution après la faiblesse des données relatives à l'IPC aux États-Unis. L'euro est resté bien inférieur au niveau observé au début de la guerre au Moyen-Orient par rapport au dollar américain. Les mouvements des taux de change depuis mai 2026 ont été étroitement liés aux variations des différentiels de taux à court terme.

Les marchés d'actions ont poursuivi leur progression, soutenus par des anticipations de bénéfices positifs. Les actions relatives aux semi-conducteurs ont été le principal moteur des gains enregistrés par le marché boursier américain en 2026. Sur le marché boursier de la zone euro, les gains ont plutôt été dominés par les secteurs des services collectifs et de l'énergie. Les récentes plus-values sur actions ont été dopées par la hausse des anticipations de bénéfices plutôt que par les valorisations. Au cours de la semaine du 13 au 17 juillet, toutefois, les actions du secteur de la technologie ont subi une forte correction, en particulier aux États-Unis. La fragilité récente des actions du secteur de la technologie pourrait s'intensifier si les revenus des entreprises du secteur de l'IA et les rendements des investissements dans l'IA ne sont pas à la hauteur des anticipations élevées intégrées dans les prix du marché. En effet, les modèles d'IA chinois se sont rapprochés de la performance des modèles de pointe américains, tout en fonctionnant à des coûts nettement plus faibles, ce qui intensifie la concurrence et exerce une pression sur les bénéfices des entreprises américaines.

Une réévaluation des valorisations du secteur technologique américain pourrait également avoir des implications pour les marchés du crédit aux entreprises. Les écarts de rendement des obligations d'entreprises du secteur technologique américain se sont récemment découplés des écarts de

rendement des obligations d'entreprises non financières américaines bien notées (*investment-grade*) hors secteur technologique. Cela reflète la hausse de la compensation du risque exigée par les investisseurs à la suite du niveau record d'émissions obligataires atteint par les fournisseurs de services de gestion de données à très grande échelle (*hyperscalers*). Dans la zone euro, en revanche, les écarts de rendement des obligations bien notées du secteur technologique sont restés globalement stables. Plus généralement, des inquiétudes croissantes ont été exprimées concernant l'augmentation de l'effet de levier lié aux technologies et à l'IA, et l'expansion des produits d'investissement à effet de levier pourrait amplifier d'éventuelles corrections de marché.

Mme Schnabel a ensuite évoqué les marchés monétaires. Au cours des derniers trimestres, les taux *repo* sur le compartiment des garanties générales se sont progressivement inscrits en hausse par rapport au taux de la facilité de dépôt, signe d'un excédent de liquidité moins abondant. La fin de trimestre de juin 2026 a entraîné un pic à la hausse marqué des taux *repo* sur le compartiment des garanties générales sans qu'ils reviennent totalement, par la suite, à leurs niveaux d'avant la fin de trimestre. Cette hausse des taux a été généralisée à l'ensemble des régimes de garanties et des intervenants de marché, indiquant un retour progressif à des conditions de liquidité plus équilibrées, en ligne avec les objectifs du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Dans l'ensemble, les marchés *repo* ont continué de fonctionner harmonieusement.

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. S'agissant tout d'abord des évolutions des prix des matières premières énergétiques, les prix du pétrole se sont établis 6 % au-dessous du niveau atteint au moment de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, à 89 dollars le baril. Avec l'inversion récente, la dernière courbe des contrats à terme sur le pétrole se situe désormais, à court terme, à un niveau proche des hypothèses pour le scénario plus modéré contenues dans les projections de juin, et entre le scénario de base de juin et le scénario plus modéré à partir de fin 2026. Le regain de tensions géopolitiques, les faibles niveaux de stockage de gaz en Europe et une demande de gaz résiliente en provenance des pays asiatiques ont entraîné une hausse des prix du gaz en Europe de 16 % depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs. La divergence entre la dynamique des prix du pétrole et celle des prix du gaz reflète en partie une demande de gaz moins élastique en provenance des pays asiatiques. Par conséquent, la dernière courbe des contrats à terme sur le gaz s'établit au-dessus des hypothèses du scénario de base de juin jusqu'à fin 2027. En raison de ces mouvements de prix, l'indice synthétique des prix des matières premières énergétiques (SECPI), une moyenne pondérée des prix du pétrole et du gaz avec une pondération plus élevée pour le pétrole, a augmenté de 2 % depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs. La courbe des contrats à terme de cet indice est désormais très proche des hypothèses de base de juin. De plus, les 95^e, 75^e et 25^e percentiles des densités implicites tirées des options pour les derniers contrats à terme sur les prix

de l'énergie ont globalement reproduit les scénarios sévères, défavorable et plus modéré pour les évolutions des prix de l'énergie tirées des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. M. Lane a noté que, dans l'ensemble, les perspectives relatives aux prix de l'énergie, bien que très volatiles, se situent actuellement à un niveau proche du scénario de base des projections de juin établies par les services de l'Eurosystème et nettement supérieur aux niveaux enregistrés avant le début du conflit au Moyen-Orient. Les risques demeurent orientés à la hausse pour l'inflation et à la baisse pour la croissance.

S'agissant de l'inflation dans la zone euro, l'inflation totale, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), est revenue à 2,8 % en juin, après 3,2 % en mai. L'inflation totale au deuxième trimestre 2026 est ressortie 0,2 point de pourcentage au-dessous des projections de juin. La hausse des prix de l'énergie est revenue de 10,8 % à 8,5 %. La hausse des prix hors énergie a également surpris à la baisse, revenant à 2,2 %, après 2,4 % en juin, et s'établissant 0,1 point de pourcentage au-dessous des projections de juin au deuxième trimestre 2026. La hausse des prix des produits alimentaires est revenue à 1,5 %, après 1,9 %, et s'est établie 0,4 point de pourcentage au-dessous des projections de juin au deuxième trimestre 2026. L'inflation *core* (inflation mesurée par l'IPCH hors énergie et produits alimentaires) s'est légèrement ralentie, à 2,4 % en juin, après 2,6 % en mai, reflétant une baisse de 0,2 point de pourcentage de l'inflation pour les biens, à 0,7 %, et de 0,3 point de pourcentage de l'inflation dans les services, à 3,2 %.

Le choc énergétique a continué d'alimenter la hausse des prix. Par rapport à la période antérieure au conflit, les entreprises ont été confrontées à une hausse des coûts des intrants et ont fait état d'une augmentation des prix de vente attendus. En parallèle, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement sont généralement restées plus fortes qu'avant le conflit. Dans le même temps, les prix des intrants, les anticipations relatives aux prix de vente et les tensions sur les chaînes d'approvisionnement se sont modérées selon les dernières réponses à l'enquête, qui ont été en partie collectées après la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran, mais avant la dernière escalade du conflit. Les évolutions de l'inflation sous-jacente sont restées contenues jusqu'à présent : les mesures de l'inflation sous-jacente fondées sur des exclusions et sur des modèles se sont atténuées en juin. La composante persistante et commune de l'inflation pour l'inflation totale a diminué de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 2,1 % en juin. L'indicateur relatif à l'inflation *core* par agrégation des régimes des sous-composantes de l'inflation (*Indicator of Core by Aggregating Regimes of Inflation Sub-components*, ICARIS), qui capture l'ampleur des tensions inflationnistes, suggère que les effets indirects du choc énergétique ne sont pas encore généralisés.

Toutefois, il faudra du temps pour que les effets indirects et de second tour du choc énergétique se manifestent, et la réaction des prix intérieurs dépendra *in fine* de la dynamique conjointe des profits et des salaires. Après correction des facteurs spécifiques en Irlande, les marges bénéficiaires ont été globalement stables au premier trimestre, tandis que les indicateurs prospectifs font état de pressions à la baisse sur les marges bénéficiaires au deuxième trimestre. L'outil de suivi des salaires de la BCE indique des tensions modérées sur les salaires à court terme, la croissance des salaires négociés incluant les paiements ponctuels non lissés s'établissant en moyenne à 2,6 % cette année et à 2,7 %

au premier trimestre 2027. Les derniers résultats d'enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires suggèrent également que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre s'atténuent. L'ampleur limitée de la réponse budgétaire au choc énergétique à ce jour devrait également contribuer à contenir les effets de second tour.

Les anticipations d'inflation à des horizons plus courts sont demeurées à des niveaux élevés. La plupart des mesures des anticipations d'inflation à plus long terme se sont établies autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible de 2 % à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Les mesures de la compensation de l'inflation extraites des instruments de marché se sont établies en moyenne à 2,9 % pour 2026, 2,3 % pour 2027 et 2,0 % pour 2028 (à la clôture du marché du 21 juillet). La dernière enquête auprès des analystes monétaires – réalisée après l'adoption du protocole d'accord, mais en grande partie avant la nouvelle escalade du conflit – a continué d'indiquer une inflation supérieure à la cible au cours des prochains trimestres, mais un retour à la cible au deuxième trimestre 2027, soit un trimestre plus tôt que prévu précédemment. Les réponses à l'enquête collectées avant la dernière exacerbation du conflit ont montré que les anticipations d'inflation des ménages à un an se sont assouplies, revenant de 3,5 % à 3,0 %, et étaient désormais alignées sur les anticipations des entreprises, qui sont restées inchangées. Les anticipations d'inflation à plus long terme des prévisionnistes professionnels, des consommateurs et des entreprises sont restées globalement stables.

L'indice composite des directeurs d'achat (PMI) mondial, hors zone euro, est resté en territoire expansionniste, ressortant en moyenne à 52,2 au deuxième trimestre, après 52,4 au premier trimestre. Dans les économies avancées, le secteur manufacturier s'est révélé particulièrement robuste, soutenu par la constitution de stocks par les entreprises dans un contexte d'inquiétudes relatives à des perturbations de l'offre, ainsi que par une anticipation temporaire des échanges commerciaux avant l'arrivée à échéance des derniers droits de douane américains fin juillet. Les biens liés à l'IA et les semi-conducteurs ont été parmi les principaux moteurs de la croissance des importations mondiales, qui s'est établie à 1,8 % au premier trimestre de cette année, après 1,1 % au quatrième trimestre de l'année dernière.

Le taux de change de l'euro a continué de très peu évoluer, tant vis-à-vis du dollar que vis-à-vis d'un large panier de devises. L'euro s'est affaibli par rapport au dollar de – 1,0 % depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs et s'est établi à 1,14 dollar pour un euro. En termes effectifs nominaux, l'euro est globalement stable depuis la réunion de politique monétaire de juin. D'un point de vue macroéconomique, la question dominante reste l'appréciation significative de l'euro au premier semestre de l'année dernière, qui continue de se transmettre à l'économie de la zone euro.

Pour la zone euro, les données récentes font état d'une légère amélioration de l'activité économique au deuxième trimestre, même si le conflit au Moyen-Orient reste un frein. L'indice PMI composite a diminué au deuxième trimestre, revenant à 49,1 après une moyenne de 51,3 au premier trimestre de l'année, mais il a légèrement augmenté en juin, de 1,4 point pour s'établir à 50,0. Les enquêtes suggèrent que l'activité dans le secteur des services s'est en partie redressée, après un net affaiblissement immédiatement après le choc énergétique : l'indice PMI relatif aux services a

augmenté de 1,8 point en juin, pour s'établir à 49,4. Les services numériques se sont montrés robustes, en partie grâce à la montée en puissance de l'activité liée à l'IA. Le secteur manufacturier a continué de se maintenir, l'indice PMI global ayant peu varié en juin et passant d'une moyenne de 50,6 au premier trimestre à 51,7 au deuxième trimestre, soutenu par la constitution de stocks par les entreprises en prévention des risques liés aux chaînes d'approvisionnement, ainsi que par l'augmentation des dépenses de défense. Les indicateurs prospectifs laissent entrevoir une croissance économique toujours modérée à court terme, sous le poids du choc énergétique et des incertitudes qui en résultent. Les fondamentaux de la croissance à moyen terme demeurent cependant intacts, et la dynamique globale devrait être alimentée par la consommation privée, les investissements dans les nouvelles technologies numériques, les dépenses publiques consacrées à la défense et aux infrastructures et une légère reprise des exportations.

S'agissant du marché du travail, le chômage s'est établi à 6,2 % en mai, un niveau proche de ses points bas historiques. Dans le même temps, le nombre d'offres d'emploi a continué de baisser : en juin, les offres d'emploi sur Indeed et le taux de recrutement sur LinkedIn ont été respectivement inférieurs de 14 % et 17 % environ à leur niveau un an auparavant. Tant les entreprises que les ménages s'attendent à ce que le marché du travail reste plus faible qu'avant le conflit.

Les dernières évolutions budgétaires depuis la date d'arrêté des projections de juin font état d'une orientation budgétaire de la zone euro légèrement plus expansionniste en 2026, et d'une orientation moins restrictive pour 2027. Toutefois, dans l'ensemble, l'orientation budgétaire pour la période 2026-2028 est restée globalement inchangée depuis les projections de juin.

Les conditions financières globales se sont légèrement durcies depuis la précédente réunion du Conseil des gouverneurs, en cohérence avec le relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et le coût pour les entreprises du financement par endettement de marché sont demeurés inchangés en mai, à 3,6 % et 4,0 %, respectivement. Le taux de croissance annuel des prêts bancaires aux entreprises a augmenté pour s'établir à 4,0 %, après 3,4 % en avril, mais cette évolution a été partiellement contrebalancée par un ralentissement de la croissance des émissions d'obligations d'entreprises, qui sont revenues de 4,5 % à 3,4 %. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi de crédits aux entreprises se sont légèrement resserrés au deuxième trimestre. La demande de crédits aux entreprises a légèrement progressé, sous l'effet d'une hausse de leurs besoins en financement du fonds de roulement mais aussi en lien avec les emprunts effectués par les grandes entreprises pour financer leur formation brute de capital fixe. L'enquête sur l'accès des entreprises au financement a confirmé les signaux tirés de l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, les participants signalant une disponibilité des prêts globalement inchangée au deuxième trimestre après une baisse nette au premier trimestre.

Les taux hypothécaires ont atteint 3,5 % en mai, après 3,4 % en avril, tandis que la croissance des prêts hypothécaires s'est légèrement accélérée, à 3,1 %. Les critères d'octroi des prêts hypothécaires se sont durcis au deuxième trimestre en raison des inquiétudes grandissantes des banques quant aux risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés et de leur plus grande réticence à prendre

elles-mêmes des risques. La demande de prêts hypothécaires a diminué du fait d'une détérioration de la confiance des consommateurs et de la hausse des taux d'intérêt.

Considérations de politique monétaire et options possibles

Sur la base des données disponibles relatives aux perspectives d'inflation et aux risques qui les entourent, à la dynamique de l'inflation sous-jacente et à la vigueur de la transmission de la politique monétaire, M. Lane a proposé que le Conseil des gouverneurs laisse inchangés les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE. À la suite du relèvement des taux d'intérêt en juin, le Conseil des gouverneurs demeure en bonne position pour faire face à l'incertitude actuelle et réagir de manière adéquate à l'évolution des perspectives et de la répartition des risques. La réunion de septembre permettra une nouvelle évaluation complète des perspectives d'inflation et des risques qui les entourent, en tenant compte de l'évolution du conflit au Moyen-Orient.

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 partagé l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction. Concernant tout d'abord l'environnement extérieur, l'économie mondiale s'est montrée plus résiliente que prévu, en dépit de la situation mouvante et volatile au Moyen-Orient. L'activité manufacturière mondiale demeure robuste – soutenue en partie par la constitution de stocks à titre de précaution, dans un contexte d'inquiétude relative à d'éventuelles perturbations des chaînes d'approvisionnement, y compris compte tenu des risques de restrictions supplémentaires en raison du conflit au Moyen-Orient, et à l'imposition éventuelle de nouveaux droits de douane par l'administration américaine. Mais il est estimé qu'une partie de la résilience au niveau mondial résulte de l'essor de l'IA, qui agit comme un choc positif sur la demande mondiale et stimule l'investissement et les échanges commerciaux.

L'incertitude, suscitée principalement par le conflit au Moyen-Orient mais aussi par les évolutions géopolitiques plus globales, reste élevée. Les rebondissements géoéconomiques depuis la précédente réunion, à la suite de la signature du protocole d'accord entre les États-Unis et l'Iran et de la reprise des hostilités qui a suivi, montrent que la crise ne sera pas terminée tant qu'une solution durable ne sera pas trouvée. Cette variabilité rend difficile l'estimation de la durée probable et de l'intensité du conflit, du risque d'escalade autour des principaux points d'étranglement au niveau de l'offre d'énergie et de la volatilité des prix du pétrole et du gaz qui en résulte. Par conséquent, il est très difficile de prévoir les évolutions futures, même si les projections de base établies par les services

de l'Eurosystème et les hypothèses de marché qui sous-tendent les scénarios constituent des références utiles dans cet environnement d'incertitude.

S'agissant des marchés des matières premières, les membres du Conseil ont noté que les données disponibles font état d'une volatilité persistante des prix de l'énergie. Après la signature du protocole d'accord et l'annonce d'un cessez-le-feu, les prix du pétrole ont fortement baissé, retrouvant brièvement leurs niveaux d'avant-guerre. Mais leur trajectoire s'est inversée après la fin du cessez-le-feu, et ils demeurent très volatils et sujets à de nouvelles perturbations. Il a été souligné que, outre les évolutions des prix des contrats à terme sur le pétrole brut, d'autres composantes des prix de l'énergie – telles que les marges de craquage, affectées par la destruction des capacités de raffinage du pétrole de la Russie, et les prix du gaz naturel – sont des déterminants clés des mouvements des prix de l'énergie, qui ont de l'importance pour les perspectives d'inflation. Toutefois, même si les marges de craquage fournissent des informations sur les évolutions à très court terme de la hausse des prix de l'énergie, leurs variations n'ont pas été durables dans la plupart des cas et n'ont donc fourni que des informations limitées au-delà de cet horizon à court terme, à moins d'une destruction persistante des capacités de raffinage. Il a été considéré que l'augmentation des marges de craquage, même lorsque les prix du pétrole brut sont en baisse, reflète des contraintes de capacité ainsi qu'un potentiel pouvoir de marché. Une concurrence imparfaite et des marges procycliques pourraient découler de la nature de l'industrie pétrolière, qui doit faire face à des coûts fixes élevés pour la mise en œuvre et l'entretien des installations. Ces éléments doivent faire l'objet d'un suivi. Dans ce contexte, il a été noté qu'à la suite de l'annonce du protocole d'accord, l'indice synthétique des prix des matières premières énergétiques, qui combine les prix du pétrole brut et du gaz naturel, s'est initialement rapproché du scénario plus modéré décrit dans les projections de juin. Toutefois, après la reprise des hostilités, il a fortement augmenté et se situe désormais de nouveau autour des hypothèses de base des projections de juin. Toutefois, sa composition a changé, avec des prix du gaz naturel plus élevés qu'en juin, mais des prix du pétrole brut légèrement plus bas.

En ce qui concerne les prix mondiaux des produits alimentaires, les membres du Conseil notent que ceux-ci restent sensibles aux variations de l'offre d'énergie et d'engrais et aux événements météorologiques. Les prix des produits alimentaires ont fortement augmenté depuis la réunion de juin, sous l'effet de sous-composantes telles que le café et le cacao, les prix du cacao ayant enregistré une hausse particulièrement forte.

Pour la période à venir, les membres du Conseil ont identifié plusieurs facteurs de risque sur les marchés des matières premières. L'intensité et la durée du choc sur les prix de l'énergie dépendent de l'évolution des tensions géopolitiques, de la résilience des capacités de production et de raffinage, du niveau des stocks de gaz et de pétrole et du fonctionnement des chaînes d'approvisionnement et des voies de transport. S'agissant de l'offre sur les marchés du pétrole, alors que les États-Unis et les pays de l'OPEP+ ont annoncé des augmentations de la production, les informations sur la quantité de pétrole et de gaz fournie par le Moyen-Orient sont contradictoires. Il a été noté que les stocks de pétrole ont joué un rôle important d'amortisseur jusqu'à présent, mais qu'il existe également une

incertitude quant aux niveaux actuels, les estimations officielles différant parfois des estimations provenant de sources privées. Cette incertitude peut s'expliquer par le manque d'informations disponibles sur le volume – en plus de ce qui est détenu dans les réserves officielles – des réserves commerciales, y compris chinoises. Le rôle d'amortisseur des stocks pourrait diminuer à mesure de leur utilisation, ce qui pourrait créer un risque à la hausse pour les prix. Les contrats à terme sur le pétrole pourraient donc sous-estimer les risques. Du côté de la demande, la Chine joue également un rôle important. Au début du conflit au Moyen-Orient, la baisse des importations de pétrole et la réduction des stocks en Chine ont atténué l'impact mondial du conflit. Plus récemment, la Chine a recommencé à augmenter ses achats de gaz naturel liquéfié (GNL), ce qui se traduit par une demande supplémentaire et des tensions à la hausse sur les prix sur le marché mondial du GNL. Dans le même temps, si les économies venaient à s'ajuster et à s'adapter à la situation actuelle, une résolution durable pourrait entraîner une baisse brutale des prix de l'énergie, car il pourrait alors y avoir une surcapacité.

Les membres du Conseil notent que l'activité économique de la zone euro a continué de croître et qu'elle a globalement bien résisté, malgré des facteurs défavorables durables liés au conflit au Moyen-Orient et au choc énergétique associé, ainsi que la persistance d'une incertitude élevée. Les indicateurs à haute fréquence disponibles suggèrent que l'économie suit une trajectoire globalement conforme aux projections de juin. Les membres du Conseil estiment que l'économie de la zone euro a mieux résisté que prévu, tandis que les conditions d'un excès de demande agrégée ne semblent pas réunies. L'un des facteurs à l'origine de la résilience de l'économie cette année est le fait que la politique monétaire, auparavant restrictive, ne freine plus l'activité, ce qui soutient l'investissement dans la construction et l'expansion du crédit.

Les informations récentes disponibles suggèrent que les perspectives à court terme se sont légèrement améliorées depuis les projections de juin. Si l'indice PMI composite pour la zone euro a diminué au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre, il a légèrement augmenté en juin. La production manufacturière a continué d'augmenter, l'indice PMI relatif à la composante manufacturière étant globalement stable en juin et supérieur en moyenne au deuxième trimestre par rapport au premier trimestre. L'activité dans le secteur manufacturier semble être soutenue par une hausse des dépenses de défense ainsi que par la constitution de stocks par les entreprises en vue de se prémunir contre les risques potentiels liés aux chaînes d'approvisionnement. Sans cette accumulation de stocks, la croissance aurait été plus modeste et les données de croissance disponibles auraient pu être interprétées comme n'indiquant qu'une dynamique de croissance globalement stagnante. Les enquêtes indiquent également un redressement partiel de l'activité dans le secteur des services, après le net affaiblissement observé dans la foulée du choc énergétique provoqué par le conflit au Moyen-Orient. Les services numériques, en particulier, ont été robustes, probablement en raison de l'activité liée à l'IA. Les estimations à court terme suggèrent une croissance plus élevée au cours des prochains trimestres qu'anticipé dans les projections de juin.

L'investissement des entreprises apparaît comme soutenu par plusieurs facteurs structurels et liés aux politiques publiques, parmi lesquels les investissements dans les nouvelles technologies numériques, les activités liées à l'IA et les dépenses en matière de défense et d'infrastructures. En outre, il a été noté que les entreprises interrogées dans le cadre de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement investissent dans leur efficacité énergétique pour contrer les chocs sur les prix de l'énergie. Dans le même temps, l'incertitude et les coûts élevés de l'énergie sont vus comme des facteurs susceptibles de limiter l'investissement des entreprises. Pour ce qui est de l'investissement dans l'immobilier résidentiel, l'activité dans la construction s'est améliorée, mais le secteur reste sensible aux conditions de financement et à la confiance.

Le marché du travail de la zone euro a globalement bien résisté et, même si la croissance de l'emploi montre des signes de ralentissement, le taux de chômage reste proche de ses points bas historiques. Les dernières données sont contrastées. D'une part, les entreprises qui ont participé à l'enquête sur l'accès des entreprises au financement n'anticipent en moyenne aucune incidence du conflit au Moyen-Orient sur l'emploi, le nombre d'heures travaillées ou l'investissement. D'autre part, les offres d'emploi ont continué de diminuer, les offres sur Indeed et le taux de recrutement sur LinkedIn étant nettement inférieurs à ceux d'il y a un an.

À plus long terme, même si la reprise récente du conflit au Moyen-Orient rend très difficile l'anticipation des évolutions de la croissance, les déterminants fondamentaux de la croissance économique à moyen terme sont considérés comme intacts, la consommation privée, l'investissement dans les nouvelles technologies numériques, les dépenses publiques en matière de défense et d'infrastructures et une certaine reprise des exportations devant contribuer à sa dynamique globale. Toutefois, même si la situation géopolitique demeure fragile et que l'incertitude reste élevée, le choc énergétique et les incertitudes associées devraient peser sur le climat économique, la confiance, les revenus réels, les dépenses et l'investissement.

S'agissant des politiques structurelles et budgétaires, les membres du Conseil rappellent le besoin urgent de renforcer l'économie de la zone euro tout en maintenant des finances publiques saines. Il sera essentiel, pour les politiques structurelles, de simplifier et d'harmoniser les règles dans l'ensemble du marché unique de l'UE, d'accélérer la transition énergétique et d'achever l'union pour l'épargne et l'investissement. Le vote favorable au Parlement européen au début du mois constitue un grand pas en avant en vue de l'établissement de l'euro numérique. Les membres du Conseil ont salué l'objectif partagé du Parlement européen, du Conseil de l'UE et de la Commission européenne de parvenir à un accord sur le train de mesures relatif à la « monnaie unique » d'ici la fin de l'année. L'euro numérique viendrait en complément des espèces physiques et permettra d'effectuer n'importe quelle transaction de paiement numérique partout dans la zone euro. Quant aux mesures budgétaires prises face au choc énergétique, elles devraient rester temporaires, ciblées et adaptées.

Dans ce contexte, les membres du Conseil estiment que les perspectives pour l'activité restent entourées d'une grande incertitude. Les informations disponibles sont meilleures qu'attendu et les risques à la baisse pesant sur la croissance sont jugés moins prononcés, les indicateurs de confiance

ayant continué de se redresser. Par conséquent, la croissance pourrait être plus forte si l'économie et les marchés de l'énergie s'adaptait plus rapidement que prévu aux perturbations causées par le conflit au Moyen-Orient ou si celui-ci trouvait une issue durable. En outre, les dépenses prévues en matière de défense et d'infrastructures et l'adoption de nouvelles technologies par les entreprises de la zone euro pourraient stimuler la croissance plus fortement qu'anticipé. Dans le même temps, les membres du Conseil soulignent que les perspectives restent difficiles à évaluer et que la résilience ne devrait pas donner lieu à un optimisme prématuré. Le protocole d'accord conclu en juin entre les États-Unis et l'Iran a constitué une première tentative de résolution du conflit, mais de nouveaux reculs sont survenus ces dernières semaines et la situation géopolitique au Moyen-Orient reste fragile. Cela crée des risques à la baisse pour la croissance en raison de nouvelles perturbations de l'approvisionnement en énergie, d'un durcissement de l'offre de crédit, de frictions commerciales supplémentaires, d'autres tensions géopolitiques et d'une détérioration du sentiment sur les marchés financiers mondiaux. La hausse des prix de l'énergie pourrait peser sur les revenus réels, la rentabilité et l'investissement, tandis que l'incertitude pourrait freiner la consommation des ménages et les projets de dépenses des entreprises.

En ce qui concerne les évolutions des prix, les membres du Conseil partagent l'évaluation présentée par M. Lane dans son introduction, notant que les dernières données sont plus favorables que prévu, même si elles n'ont pas modifié de manière significative l'évaluation de l'inflation à moyen terme. Même si elles sont très volatiles depuis la précédente réunion, les perspectives d'évolution des prix de l'énergie se sont de nouveau rapprochées du scénario de base des projections macroéconomiques de juin établies par les services de l'Eurosystème et sont largement supérieures aux niveaux enregistrés avant le début du conflit au Moyen-Orient.

L'inflation est revenue à 2,8 % en juin après 3,2 % en mai, surprenant à la baisse. Cette surprise à la baisse est importante, toutes les principales composantes de l'IPCH – énergie, produits alimentaires, biens et services – s'inscrivant en baisse. Le recul à court terme par rapport aux projections de juin reflète largement le ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, les prix du pétrole étant volatils au niveau du scénario de base de juin, et les prix du gaz au-dessus de ce scénario. La hausse des prix des produits alimentaires a continué de ralentir. À très court terme, l'inflation totale devrait augmenter et revenir globalement sur la trajectoire définie dans les projections de juin. L'impact des hausses des prix de l'énergie sur les prix à la consommation des combustibles liquides pourrait ne pas encore être pleinement visible dans les données de juillet, et pourrait ne se concrétiser qu'en août.

Les données disponibles depuis la réunion de juin sont considérées comme contenant à la fois des éléments rassurants et des raisons de conserver une attitude vigilante et prudente, même si les risques pesant sur l'inflation restent orientés à la hausse. Si la hausse des prix de l'énergie s'est modérée en juin, les prix des matières premières énergétiques ont récemment rebondi. Les membres du Conseil mettent en garde contre le risque de tirer des conclusions trop optimistes des résultats de l'IPCH de juin, la reprise des hostilités au Moyen-Orient ayant entraîné une nouvelle hausse des prix

de l'énergie, de sorte que les bénéfices exceptionnels à court terme visibles dans les dernières données ne devraient pas durer. L'incertitude est jugée comme demeurant élevée, et l'incidence du choc énergétique sur l'inflation ne s'est pas encore totalement concrétisée. La hausse des prix des matières premières énergétiques depuis le début du conflit au Moyen-Orient – et son impact sur la hausse des prix des produits alimentaires, des biens et des services – est considérée comme susceptible de maintenir les taux de variation annuels de l'IPCH bien au-dessus de la cible au premier semestre 2027. L'inflation devrait ensuite refluer, avec la diminution de la contribution des prix de l'énergie et la progression plus lente des autres composantes des prix.

Le fait que les prix du gaz naturel soient maintenant supérieurs aux hypothèses de base est considéré comme particulièrement important pour les perspectives d'évolution des prix de l'électricité et, potentiellement, pour l'inflation *core*. Il a été noté que l'une des raisons pour lesquelles les prix du gaz ont eu un tel impact inflationniste en 2022, outre leur hausse plus importante que dans la situation actuelle, est le rôle du gaz en tant que facteur marginal de la production d'électricité à cette période. Non seulement ce rôle important a considérablement changé depuis 2022, mais il varie de manière significative d'un pays à l'autre en fonction du rôle joué par les énergies renouvelables et nucléaires, et il continue de changer. La fixation des prix pourrait également être moins dépendante des marchés au comptant et plus dépendante des contrats à plus long terme. Même si cela impliquerait un impact moins important à court terme, si les prix du gaz naturel restent élevés, l'impact se fera finalement sentir.

Il a été noté que la hausse des prix des produits alimentaires a apporté une contribution importante à la récente désinflation, mais qu'elle reste une source possible de nouvelles tensions à moyen terme. Cette contribution à la désinflation résulte probablement des effets décalés des baisses antérieures des prix mondiaux des matières premières alimentaires et du ralentissement de la croissance des salaires. À moyen terme, plusieurs facteurs pourraient entraîner une nouvelle hausse des prix des produits alimentaires, notamment l'impact du choc énergétique sur les coûts des intrants agricoles, y compris les coûts des transports, ainsi que les effets liés aux conditions météorologiques à la suite des récentes vagues de chaleur et de l'apparition d'El Niño. Les perspectives relatives aux prix des produits alimentaires doivent tenir compte de ces tendances contraires et être comparées au scénario de base, qui prévoit déjà un certain redressement de la hausse des prix des produits alimentaires. Plus précisément, s'agissant de l'impact des conditions météorologiques sur les prix des produits alimentaires, il a été noté que les projections établies par les services de l'Eurosystème tenaient déjà compte de possibles effets El Niño, mais que, en tout état de cause, les évolutions des prix des produits alimentaires seraient suivies de près dans les projections de septembre et au-delà.

Les prix des produits alimentaires sont considérés comme particulièrement importants pour plusieurs raisons. Premièrement, ils pourraient constituer un indicateur des effets indirects du choc énergétique, même si la remarque que, pour le moment, la hausse des prix de l'énergie et celle des produits alimentaires ne vont pas dans la même direction a été accueillie favorablement. Deuxièmement, ils ont tendance à être très visibles par les consommateurs et à jouer un rôle significatif dans la formation

des perceptions et des anticipations d'inflation, et pourraient exercer une certaine pression sur les revendications salariales.

Les membres du Conseil ont noté que les tensions sous-jacentes sur les prix ont continué de se modérer et que les composantes de l'inflation plus persistantes ont évolué plus favorablement que prévu. Les mesures de l'inflation sous-jacente restent supérieures à 2 %, mais se sont atténuées, et la hausse des prix des services s'est modérée. La hausse des prix des biens industriels non énergétiques semble contenue, en cohérence avec l'atténuation des tensions sur les coûts des consommations intermédiaires dans le secteur des biens et l'absence de répercussion généralisée du choc énergétique. Toutefois, il a été noté que des éléments indiquent que de fortes tensions en amont pourraient affecter les prix des biens avec un décalage, la hausse des prix à la production domestiques des biens intermédiaires s'étant accentuée et celle des prix à l'importation s'étant fortement accélérée. Dans le même temps, selon la dernière enquête sur l'accès des entreprises au financement, les anticipations des entreprises relatives à une hausse des prix de vente se sont également modérées. Il est important de mentionner, toutefois, que cette enquête a été menée en partie après la signature du protocole d'accord et pourrait ne pas rendre pleinement compte de la dernière escalade du conflit. Toutefois, même si la plupart des entreprises ne s'attendent pas à ce que le conflit ait un impact sur l'emploi, le nombre moyen d'heures travaillées ou l'investissement, un pourcentage net de 58 % prévoit d'augmenter leurs prix de vente. En outre, dans l'enquête téléphonique de la BCE auprès des entreprises (*Corporate Telephone Survey*, CTS), une part importante d'entreprises ont déclaré revoir et ajuster leurs prix plus fréquemment, certaines répercutant automatiquement une hausse des coûts des consommations intermédiaires via des clauses contractuelles. Ces informations tirées d'enquêtes indiquent clairement que des effets indirects se matérialisent, avec peut-être quelques décalages avant que l'inflation ne soit affectée. Des hausses de prix à deux chiffres pour les puces mémoire ont été signalées dans l'enquête CTS, reflétant l'impact de la demande liée à l'IA. Si la hausse des prix des services s'est modérée, elle reste volatile et se maintient à des niveaux élevés. Elle reste soumise à une répercussion tardive de la hausse des coûts des intrants énergétiques sur ce secteur. Les membres du Conseil ont également estimé que le ralentissement de la hausse des prix des services pourrait être le signe que les effets indirects dans le secteur des voyages ne se sont pas matérialisés de façon aussi importante qu'anticipé. Cela pourrait être la preuve d'une résistance aux hausses de prix, les compagnies aériennes ayant été confrontées à une réduction de la demande lorsqu'elles ont tenté d'augmenter les prix.

S'agissant des coûts de main-d'œuvre et des salaires, les données disponibles sont généralement jugées contenues et se modérant, et ne montrent pas encore de signes d'effets de second tour. L'outil de suivi des salaires de la BCE indique des tensions modérées sur les salaires à court terme. Les données les plus récentes tirées d'enquêtes sur les anticipations relatives aux salaires suggèrent également que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre s'atténuent légèrement, et l'enquête CTS indique une hausse des salaires plus faible qu'anticipé précédemment. La hausse de la productivité du travail a aussi contribué à contenir la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre. D'autre part,

il a été noté qu'environ 20 % des sociétés non financières s'attendent à des exigences salariales plus élevées en raison du récent choc sur les prix de l'énergie, et qu'environ 10 % ont déjà introduit, ou prévoient d'introduire, des mesures pour compenser l'inflation. Les membres du Conseil ont également rappelé que la réponse des salaires pourrait mettre du temps à apparaître et que l'absence d'effets de second tour à ce stade ne devrait pas être considérée comme allant de soi, ce qui signifie qu'un suivi continu est nécessaire. Dans le même temps, il se pourrait que les dépenses en IA puissent remplacer le travail par le capital, ce qui pourrait réduire le pouvoir de négociation des travailleurs et donc limiter les effets de second tour.

Les anticipations d'inflation ont été jugées ancrées sur des horizons plus longs. Si les anticipations à plus court terme restent élevées, certaines mesures ayant augmenté plus récemment, les anticipations à plus long terme des prévisionnistes professionnels, des consommateurs et des entreprises restent globalement stables. S'agissant des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché, les fixings d'inflation sont plus élevés qu'au moment de la réunion de juin et s'établissent au-dessus de 2 % au-delà de 2027. Si le rôle éventuellement joué par les primes de risque dans les fixings d'inflation doit être pris en considération, en particulier à mesure que l'horizon se prolonge, il se pourrait également que les intervenants de marché accordent une importance significative à des facteurs tels que les marges de craquage, les coûts de transport ou d'autres goulots d'étranglement susceptibles d'affecter les prix des carburants et de l'énergie. S'agissant des anticipations d'inflation des entreprises, la Commission européenne et d'autres enquêtes ont également été examinées et semblent indiquer des tensions en amont provenant des coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre, même si les entreprises semblent absorber une partie de ces coûts, limitant la transmission.

Dans l'ensemble, le ralentissement de la croissance des salaires, l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme, la stabilité des marges bénéficiaires et l'ampleur limitée de l'impact de la politique budgétaire sur la demande agrégée soutiennent l'évaluation selon laquelle les effets de second tour des chocs sur les prix de l'énergie ne sont pas encore intégrés dans la dynamique des prix et des salaires domestiques. Si l'on fait abstraction de la baisse des mesures tirées d'enquêtes des anticipations d'inflation à court terme et si l'on examine les mesures de compensation de l'inflation à terme corrigées des primes de risque sur plus long terme, on ne constate pratiquement aucun changement dans les anticipations. Toutefois, les membres du Conseil ont également souligné que, même si les anticipations d'inflation restent actuellement bien ancrées à moyen terme, les anticipations d'inflation à court terme élevées ont continué de persister depuis le début de la guerre.

Dans ce contexte, les membres du Conseil ont conclu que les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont orientés à la hausse. Ces risques à la hausse ont également été observés dans les informations tirées d'enquêtes sur l'inflation, notamment l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels et l'enquête sur l'accès des entreprises au financement. Le choc énergétique pourrait encore s'intensifier et ses effets sur les autres prix et les salaires être plus forts qu'anticipé actuellement. Les faibles niveaux saisonniers de stockage de gaz en Europe pourraient

exacerber les perturbations de l'approvisionnement en énergie, avec des effets importants sur les prix de l'énergie, en particulier si le prochain hiver est froid. Dans ce contexte, il a été noté que les prix des options sur le gaz signalent de forts risques à la hausse. L'ampleur des dommages causés aux infrastructures au Moyen-Orient est un facteur de risque supplémentaire pour les évolutions des prix de l'énergie. Les tensions commerciales actuelles pourraient entraîner une plus grande fragmentation des chaînes d'approvisionnement mondiales, ainsi que 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, tels que les vagues de chaleur en cours, 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. Si l'ampleur limitée de la réponse budgétaire est considérée comme contribuant à contenir l'inflation, il existe également un risque que la politique budgétaire contribue davantage qu'anticipé à l'inflation si les pays activent des clauses dérogatoires nationales révisées pour couvrir les dépenses. À l'inverse, l'inflation pourrait être plus faible si le conflit au Moyen-Orient était durablement résolu ou si les effets indirects et de second tour s'avéraient moins prononcés qu'attendu. Des marchés financiers plus volatils et plus marqués par l'aversion au risque pourraient peser sur la demande et ainsi faire également reculer l'inflation. Dans l'ensemble, cependant, plus les prix de l'énergie resteront longtemps à des niveaux élevés, plus ils pourraient exacerber l'inflation au sens large à travers les effets indirects et de second tour. Par conséquent, même si les données disponibles jusqu'à présent restent rassurantes, compte tenu des signaux positifs provenant des anticipations relatives aux prix de vente et des indicateurs relatifs aux salaires, la durée projetée de l'inflation supérieure à la cible a été considérée comme une raison importante de continuer à surveiller l'intensité et la persistance du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que les effets indirects et de second tour.

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 illustratifs continuait de donner une indication du large éventail de résultats possibles concernant l'inflation et la croissance.

S'agissant de l'analyse financière et monétaire, les membres du Conseil ont largement partagé l'évaluation présentée par Mme Schnabel et M. Lane dans leurs introductions. Les conditions financières globales se sont légèrement durcies depuis la réunion de politique monétaire précédente, conformément au relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE pendant la réunion de juin. Dans le même temps, une partie de ce resserrement a été contrebalancée par une hausse des valorisations des actifs risqués.

Les membres du Conseil ont estimé que, malgré des chocs répétés et de grande ampleur, les marchés financiers ont globalement continué à fonctionner correctement, mais sont vulnérables à une réévaluation des risques, avec des facteurs tels que des valorisations tendues, la concurrence dans les secteurs des technologies, des questions sur la durabilité des anticipations de bénéfices liées à l'IA, l'incertitude géopolitique et la valorisation favorable des risques sur les marchés financiers. En particulier, le risque de cessions massives dans le secteur de l'IA sur les marchés financiers mondiaux

s'est accru. Un signe de la fragilité croissante des marchés boursiers mondiaux a été la plus grande volatilité de l'indice boursier Nasdaq, qui a été fortement pondéré en faveur des entreprises axées sur la technologie et la croissance. L'augmentation de l'endettement accroît le risque de répercussions systémiques sur l'économie de la zone euro en cas de correction du marché.

S'agissant des conditions de financement des entreprises et des ménages, les taux débiteurs bancaires appliqués aux entreprises et le coût de l'émission de dette de marché sont demeurés inchangés en mai, à 3,6 % et 4,0 %, respectivement, tandis que les taux hypothécaires ont atteint 3,5 % en mai, après 3,4 % en avril. D'après la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire dans la zone euro, les critères d'octroi des prêts aux entreprises se sont modérément durcis au deuxième trimestre, tout comme ceux pour les prêts hypothécaires, les banques s'inquiétant davantage des risques économiques auxquels leurs clients sont confrontés et étant moins disposées à les assumer.

Malgré un léger durcissement des conditions de financement depuis le début de la guerre, la croissance des prêts a bien résisté tant pour les entreprises que pour les ménages, et s'est encore accélérée en mai. Il a été souligné que non seulement la croissance des prêts à court terme a augmenté, reflétant un besoin de fonds de roulement en ligne avec ce qui avait été observé lors des précédentes périodes de hausse des prix de l'énergie, mais également que le flux de prêts à plus long terme a été assez robuste. En outre, s'agissant de l'enquête sur l'accès des entreprises au financement, les membres du Conseil ont noté que la guerre n'avait eu jusqu'à présent qu'un impact limité sur les anticipations des entreprises en matière d'investissement au cours des 12 prochains mois. Des éléments corroborant l'utilisation des données d'AnaCredit ont montré une forte augmentation du financement, principalement pour les grandes entreprises. Cela pourrait indiquer que la hausse des prêts pourrait également contenir un élément structurel, qui pourrait être lié à la construction de centres de données ou à l'expansion des capacités manufacturières liées à la défense.

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. Ceux-ci comprennent a) les implications des dernières données économiques et financières pour les perspectives d'inflation et les risques qui les entourent, b) la dynamique de l'inflation sous-jacente et c) la force de la transmission de la politique monétaire.

S'agissant tout d'abord des perspectives d'inflation, les membres du Conseil se sont largement mis d'accord sur le fait que les informations disponibles sont globalement conformes au scénario de base des projections de juin. L'inflation totale et l'inflation *core* ont diminué, et la surprise à la baisse en matière d'inflation en juin a été importante et généralisée à l'ensemble des composantes énergie, produits alimentaires et autres. Toutefois, il a également été souligné que la plus grande partie du ralentissement de l'inflation est attribuable à des facteurs liés à l'énergie et aux produits alimentaires, qui sont plutôt volatils et pourraient s'inverser à court terme. Même si la situation dans le Golfe s'est à nouveau calmée, certaines tensions sur les prix étaient déjà en préparation, comme le reflète la hausse des prix à la production domestiques. De nouvelles tensions sur les prix de l'énergie pourraient résulter des marges élevées de raffinage du pétrole ainsi que des coûts élevés du transport maritime. Dans l'ensemble, il a été réaffirmé que les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème prévoient que l'inflation restera élevée à court terme, avec un ralentissement en 2027 et un retour à la cible en 2028. Ce profil a continué d'être globalement corroboré par les anticipations des marchés relatives à l'inflation.

Les membres du Conseil ont été rassurés par le fait que la plupart des anticipations d'inflation tirées d'enquêtes et extraites des instruments de marché, abstraction faite du court terme, sont restées bien ancrées, ce qui confirme l'opinion selon laquelle l'inflation se stabiliserait autour de la cible à moyen terme.

Les membres du Conseil ont estimé que les perspectives d'inflation restent vulnérables à de nouveaux chocs et que les risques entourant les perspectives d'inflation demeurent orientés à la hausse. Les évolutions géopolitiques continuent de créer des risques pour les marchés de l'énergie. Il a été souligné que les risques à la hausse pourraient même avoir augmenté, compte tenu de la détérioration de la situation géopolitique depuis la précédente réunion de politique monétaire du Conseil des gouverneurs. La présence de multiples goulets d'étranglement pour les chaînes d'approvisionnement en énergie, dont les dernières tensions en mer Rouge, a amplifié les risques et pourrait accroître l'ampleur et la durée de l'impact. Les faibles niveaux saisonniers de stockage de gaz ont fait peser des risques à la hausse sur les évolutions des prix de l'énergie en hiver. De même, les réserves stratégiques de pétrole ont été largement utilisées. Les membres du Conseil ont également souligné le risque que les prix des produits alimentaires augmentent à nouveau en raison des récentes vagues de chaleur et si les prévisions actuelles relatives à un nouvel événement El Niño cet été venaient à se concrétiser. Une nouvelle hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie risque de se refléter dans les anticipations d'inflation, ces prix jouant un rôle disproportionné dans la formation des anticipations d'inflation des ménages. Par conséquent, il subsiste un risque qu'une combinaison d'effets indirects et d'une éventuelle deuxième vague de flambées des prix de l'énergie déclenche des effets de second tour.

D'autre part, les risques ne vont pas tous dans la même direction. Les risques à la hausse pesant sur l'inflation liés à la durée du conflit au Moyen-Orient pourraient diminuer, un cessez-le-feu devenant plus probable vers l'automne dans la perspective des prochaines élections. L'évaluation des risques

pourrait donc changer de direction rapidement. Cela a été démontré par le fait que les prix du pétrole ont rapidement baissé temporairement pour revenir aux niveaux d'avant-guerre après le cessez-le-feu, ce qui remet en question le narratif des perturbations persistantes des marchés pétroliers. En outre, une forte correction des prix des actifs en raison d'une inversion du risque sur les marchés financiers pourrait affaiblir la consommation, l'investissement et la capacité des entreprises à augmenter les prix.

S'agissant de l'inflation sous-jacente, les membres du Conseil se sont accordés sur le fait que l'évolution de l'inflation sous-jacente est restée contenue, mais que les effets du choc énergétique ne se sont pas encore totalement matérialisés. Les données relatives aux salaires ont continué de montrer des signes d'atténuation, les indicateurs prospectifs indiquant une atténuation des tensions sur les coûts de main-d'œuvre. Les entreprises semblent mieux absorber les hausses des coûts des consommations intermédiaires hors main-d'œuvre que lors de la reprise de la demande post-pandémie. Les conditions sur le marché du travail s'étant assouplies au même moment, cela suggère une probabilité relativement faible d'effets de second tour.

Enfin, malgré des chocs répétés et importants, la transmission de la politique monétaire est restée ordonnée. Il a été rappelé qu'il s'agit de la première année au cours de laquelle le cycle de resserrement précédent ne pèse plus sur l'économie de la zone euro, ce qui est l'un des facteurs expliquant sa résilience. Depuis juin, les conditions financières se sont légèrement durcies, ce qui est cohérent avec le relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE, et des éléments indiquent que le resserrement observé sur la partie longue de la courbe des rendements se répercute sur le coût des prêts bancaires et des obligations bancaires. Selon la dernière enquête sur la distribution du crédit bancaire pour la zone euro, les conditions d'octroi des prêts bancaires se sont également durcies dans un contexte de perception de risques plus élevée et de moindre tolérance au risque. Dans le même temps, la croissance des prêts bancaires a bien résisté. La croissance du crédit au secteur privé s'est redressée et s'est établie au-dessus du niveau inclus dans les projections de juin établies par les services de l'Eurosystème. Davantage de données sont nécessaires pour déterminer si la vigueur de la croissance du crédit indique que l'investissement pourrait également s'avérer plus important que prévu, ou si elle peut s'expliquer en grande partie par le fait que les entreprises ont besoin de davantage de fonds de roulement, car elles sont confrontées à des coûts plus élevés et à une accumulation de stocks.

Décisions et communication de politique monétaire

Dans ce contexte, tous les membres du Conseil ont approuvé la proposition de M. Lane de maintenir les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE inchangés. L'incertitude est demeurée élevée et l'incidence inflationniste du choc énergétique ne s'est pas encore totalement matérialisée. Après la hausse appropriée et en temps opportun du taux de la facilité de dépôt en juin, le fait de laisser les taux d'intérêt inchangés lors de la présente réunion maintiendrait le Conseil des gouverneurs en bonne position pour surmonter l'incertitude causée par le conflit.

Les membres du Conseil ont souligné que les données disponibles plaident fortement en faveur d'une pause dans les relèvements de taux lors de la présente réunion. Les conditions ont été jugées fragiles, plutôt que sévères, et les perspectives de base globalement stables. Le chiffre d'inflation plus faible que prévu pour juin, le léger ralentissement de l'inflation sous-jacente en juin et le fait que la dynamique des salaires reste cohérente avec la cible d'inflation sont autant de facteurs favorables. En dépit des risques à la hausse pour l'inflation, la plupart des mesures des anticipations d'inflation à long terme sont demeurées bien ancrées autour de 2 %, ce qui soutient l'hypothèse d'une stabilisation de l'inflation autour de la cible à moyen terme. En outre, peu d'éléments indiquent la matérialisation d'effets de second tour. Dans la mesure où l'analyse des services de la BCE attribue jusqu'à présent la hausse de l'inflation presque entièrement aux évolutions de l'offre d'énergie, sans pratiquement aucune contribution de la demande agrégée ou de la politique budgétaire, contrairement à ce qui avait été le cas lors de la poussée d'inflation de 2021-2022, il a été avancé qu'une hausse des taux ne remédierait pas à la cause sous-jacente de l'augmentation de l'inflation. Toutefois, il a également été souligné qu'il ne faut pas minimiser le défi que constitue actuellement l'inflation ni les coûts qu'une inflation supérieure à la cible entraîne pour les ménages et les entreprises en comparant la situation actuelle à la poussée de l'inflation observée pendant la pandémie. Le Conseil des gouverneurs devrait plutôt réaffirmer son engagement à ramener au plus tôt l'inflation à sa cible et agir en conséquence. Pendant plusieurs semaines, la situation a en fait été plus favorable qu'en juin, seule la récente aggravation du conflit ramenant globalement les perspectives au scénario de base de juin. Dans ce contexte, il a été souligné que la hausse des taux en juin a amélioré la position du Conseil des gouverneurs en soulignant sa volonté d'agir.

Certains membres du Conseil ont noté que, les données disponibles depuis la réunion de juin du Conseil des gouverneurs ayant souligné la nécessité d'un nouveau resserrement de la politique monétaire, ils ne seraient pas opposés à un relèvement des taux lors de la présente réunion.

Ces membres ont souligné la faible probabilité d'une situation dans laquelle un nouveau relèvement des taux ne serait pas justifié. Ils ont fait référence à l'analyse réalisée en juin qui a montré que les taux devaient encore augmenter dans tous les scénarios contenus dans les projections de juin, y compris le scénario plus modéré. Par conséquent, la valeur attachée à l'option consistant à attendre est faible. Une résolution durable du conflit au Moyen-Orient, et par là même un scénario favorable, est devenue moins probable en raison de désaccords fondamentaux sur le programme nucléaire iranien et le contrôle du détroit d'Ormuz. Un conflit prolongé amplifierait la répercussion de la hausse des coûts et renforcerait les effets indirects, accentuant l'impact inflationniste. Il a été souligné que même pendant le cessez-le-feu, les contrats à terme sur le pétrole sont restés élevés à moyen terme, tandis que les prix du gaz et les marges de craquage ont continué d'augmenter, le cessez-le-feu n'apportant qu'un soulagement limité. Il a également été avancé que la demande agrégée, plus résiliente que prévu, permettait aux entreprises de répercuter une partie des coûts plus élevés, y compris pour les raffineries, dont le pouvoir de fixation des prix dépend d'une demande robuste.

Ces membres ont donc mis davantage l'accent sur les risques à la hausse pesant sur les perspectives d'inflation. Une réponse tardive de la politique monétaire pourrait retarder le retour de l'inflation à 2 %, affecter les anticipations d'inflation de manière plus durable et nécessiter un resserrement encore plus important par la suite, ce qui serait préjudiciable à la fois pour les ménages et les entreprises. Malgré l'absence d'effets de second tour jusqu'à présent, la politique monétaire doit agir avant qu'ils n'apparaissent afin de ne pas risquer de prendre du retard. Les évolutions récentes au Moyen-Orient ont démontré à quelle vitesse les tensions géopolitiques pourraient à nouveau s'intensifier.

Ces membres ont également fait valoir que les taux devaient évoluer en territoire légèrement restrictif, les taux d'intérêt actuels étant considérés comme ne freinant pas l'économie, ce que corrobore la poursuite de l'accélération de la croissance des prêts aux entreprises et aux ménages.

En dépit de ces préoccupations, tous les membres du Conseil sont disposés à se rallier à la décision de maintenir les taux directeurs inchangés à condition que la communication souligne l'engagement ferme du Conseil des gouverneurs à mener sa politique monétaire de façon à garantir que l'inflation se stabilise au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

La question centrale pour la politique monétaire reste de savoir si la hausse actuelle de l'inflation reflète une perturbation de courte durée du côté de l'offre ou indique des tensions sous-jacentes plus larges. Les membres du Conseil ont estimé qu'ils ne disposaient pas encore d'une visibilité suffisante pour déterminer lequel de ces cas était le plus probable. L'incertitude entourant à la fois l'évolution du conflit et son impact économique suggère que les deux scénarios restent plausibles.

Il a été avancé qu'une action préventive pourrait être justifiée si la situation devenait suffisamment grave, comme reflété par un désancrage des anticipations d'inflation, des signes clairs d'une accentuation des tensions sous-jacentes sur les prix, ou le passage des entreprises à un rythme d'ajustement des prix plus rapide qu'à l'accoutumée. Certains éléments montrent qu'agir plus tôt peut parfois être moins coûteux et réduit le risque de prendre du retard. Toutefois, dans le contexte actuel de situation fragile, quoique non sévère, avec une économie proche des perspectives de base de juin, la ligne de conduite la plus prudente est d'agir lentement, ce qui reflète la valeur attachée à l'option consistant à attendre de voir comment la situation évolue au cours de l'été avant d'envisager de nouvelles mesures. Il a été avancé que cela réduisait également au minimum une volatilité inutile des taux, étant donné qu'une hausse des taux pourrait impliquer une certaine probabilité d'inversion ultérieure des taux.

Il a été jugé que le Conseil des gouverneurs était en mesure d'attendre davantage d'éléments probants. En septembre, de nouvelles projections seront disponibles, ainsi que l'estimation pour le PIB au deuxième trimestre, en plus de nouvelles données sur l'inflation et de nouveaux éléments sur les évolutions des salaires et les anticipations relatives aux salaires et à l'inflation, autant d'éléments qui permettront de déterminer si la hausse de l'inflation reste en grande partie une répercussion directe du choc énergétique ou reflète une modification plus persistante des perspectives d'inflation. Attendre jusqu'en septembre donnerait également plus de temps pour évaluer les évolutions plus

récentes, notamment la rotation des hausses des prix de l'énergie vers le gaz, la persistance de marges de raffinage élevées et la résilience de l'économie.

Dans l'ensemble, il a été reconnu qu'attendre et réévaluer la situation en septembre représente une décision raisonnable. Les intervenants de marché semblent également avoir une bonne compréhension de la fonction de réaction de la BCE.

Les membres du Conseil ont de nouveau souligné l'intérêt des scénarios tant pour éclairer leurs décisions que pour communiquer dans une situation compliquée par l'environnement géopolitique mouvant. Dans ce contexte, les membres du Conseil ont rappelé l'important débat antérieur du Conseil des gouverneurs sur la distinction entre une décision robuste face à l'ensemble des scénarios et une hausse à titre d'assurance. La stratégie de politique monétaire de la BCE prévoit que le Conseil des gouverneurs devrait prendre des décisions de politique monétaire appropriées qui assurent la stabilisation de l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme. Alors qu'en juin, la décision appropriée avait été de fixer les taux d'intérêt de manière robuste face à l'ensemble des scénarios, dans d'autres cas, les considérations « d'assurance » pourraient être davantage au premier plan, par exemple pour éviter une évolution vers des scénarios plus défavorables. La récente reprise des hostilités au Moyen-Orient a rappelé aux membres combien la situation demeurerait incertaine, ce qui implique une possibilité que l'économie évolue vers des résultats qui pourraient nécessiter des décisions de politique monétaire non prévues par l'ensemble des scénarios.

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

L'approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, est particulièrement importante compte tenu de la forte incertitude, ce qui signifie que la situation pourrait évoluer rapidement. Le Conseil des gouverneurs demeure bien positionné face à l'incertitude causée par le conflit et se tient prêt à ajuster son orientation si les perspectives l'exigent. Il a été souligné qu'une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, ne signifie pas que les décisions sont imprévisibles. Elle indique plutôt une réévaluation systématique à chaque réunion, avec un choix clair entre maintien ou hausse des taux directeurs sur la base des perspectives et des risques évalués.

Les membres du Conseil ont souligné la nécessité de communiquer sur le fait que les risques pesant sur l'inflation sont orientés à la hausse et que le Conseil des gouverneurs suit de près l'intensité et la durée du choc ainsi que ses effets indirects et de second tour. La communication devrait rester simple, claire et fermement dépendante des données, tout en maintenant les options ouvertes pour

les réunions à venir. D'une part, il est important de ne pas laisser entendre que la pause dans les relèvements de taux lors de la présente réunion signifie que la fin du cycle de resserrement a été atteinte. Même si les décisions restent dépendantes des données, un nouveau relèvement des taux sera probablement nécessaire à moins que les perspectives d'inflation ne s'améliorent significativement. D'autre part, la communication devrait souligner que le Conseil des gouverneurs ne s'est pas engagé à l'avance à procéder à un relèvement en septembre, afin de tenir compte de la possibilité que les perspectives d'inflation à moyen terme s'améliorent.

Conformément à la stratégie de politique monétaire, les membres du Conseil ont mis l'accent sur l'orientation à moyen terme de la politique monétaire, soulignant leur plein engagement en faveur de la stabilité des prix et leur détermination à agir en temps utile pour ramener l'inflation au niveau de la cible de 2 % à moyen terme.

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 23 juillet 2026](#)

Communiqué de presse

[Décisions de politique monétaire](#)

Réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, 22-23 juillet 2026

Membres

Mme Lagarde, présidente

M. Vujčić, vice-président

M. Cipollone

M. Demarco

M. Dolenc

M. Elderson

M. Escrivá

M. Kaasik*
M. Kažimír*
M. Kocher
M. Lane
M. Makhlouf
M. Moulin
M. Nagel
M. Panetta
Mr Patsalides
M. Pereira
Mr Radev*
Mr Rehn*
Mr Reinesch
Mme Schnabel
M. Šimkus
M. Sleijpen*
M. Stournaras
M. Wunsch*
M. Žigman

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

Autres participants

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

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

Personnes accompagnantes

Mme Bénassy-Quéré

Mme Brezigar
M. Dewachter
Mme Köhler-Geib
M. Koukoularides
M. López
M. Lünemann
M. Madouros
M. Martin
M. Nicoletti Altimari
Mme Petersen
M. Randveer
Mme Raposo
M. Rutkaste, remplaçant de M. Kazāks
Mme Schembri
M. Šošić
Mme Stiftinger
M. Tavlās
M. Välimäki
M. Vilerts

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 8 octobre 2026.

