

ET SI LA BCE N'ALLAIT PAS PLUS LOIN DANS LE RELÈVEMENT DE SES TAUX ?

Réunis à Sintra (Portugal) du 29 juin au 1^{er} juillet dernier, les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE ont adopté un ton résolument mesuré, trois semaines à peine après avoir relevé les taux directeurs. Cette décision, prise à l'unanimité, répondait au choc énergétique lié au conflit au Moyen-Orient. Depuis, les prix de l'énergie ont nettement reculé et les données d'enquête et d'inflation de juin ont évolué favorablement. Les effets indirects du choc énergétique restent, à ce stade, difficiles à évaluer pleinement. Nous maintenons notre scénario d'une nouvelle hausse de taux de la BCE en septembre, même si les risques sur l'inflation se sont atténués, ce qui la rend moins probable.

UN TON DÉLIBÉRÉMENT PRUDENT

Dans son discours introductif, Christine Lagarde a rappelé que la conduite de la politique monétaire s'inscrivait dans un environnement plus volatil et moins prévisible, marqué par des chocs économiques plus nombreux et multiformes. Face à cette incertitude, la présidente de la BCE a défendu une communication qu'elle a qualifiée de « *framework guidance* » : une approche fondée sur des scénarios, par construction moins directive en ce qui concerne la trajectoire future des taux que la « *forward guidance* ». Cette approche s'inscrit dans la lignée de la nouvelle stratégie de politique monétaire que la Banque centrale européenne a présenté il y a précisément un an à Sintra¹. Celle-ci offre davantage de latitude à la BCE pour faire face aux divergences à la cible des 2% lorsque celles-ci s'avèrent limitées et temporaires, sans « désancrage » notable des anticipations d'inflation. C'est précisément le cas du choc actuel auquel ce nouveau cadre a vocation à répondre.

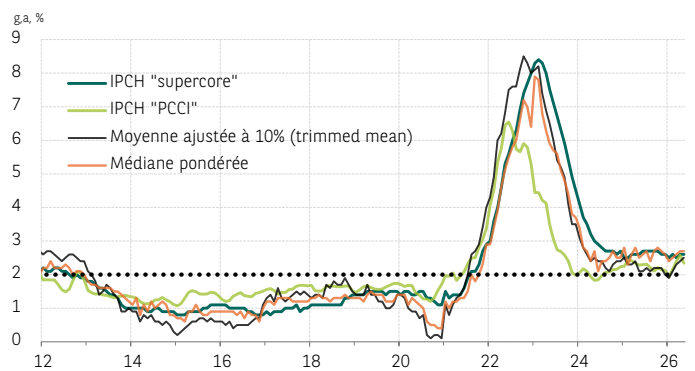
Le chef économiste de la BCE, Philip Lane, a résumé la ligne commune, à quelques nuances près, qui s'est dégagée des prises de parole des différents membres du Conseil au cours du forum : ne pas s'enfermer dans une trajectoire de taux tant que la diffusion du choc à d'autres composantes de l'inflation n'est pas mieux cernée. Christine Lagarde a, pour sa part, défendu, lors d'un panel réunissant Andrew Bailey (BoE), Kevin Warsh (US Fed) et Tiff Macklem (Banque du Canada), la hausse de juin comme une décision pleinement justifiée, même si elle a reconnu que les risques sur l'inflation et la croissance semblaient désormais plus équilibrés (moins haussiers pour l'inflation, moins baissiers pour la croissance).

LES SURPRISES DÉSFATIONNISTES NE REMETTENT PAS EN CAUSE LA HAUSSE DE JUIN

À ce stade, les effets indirects du choc énergétique sur l'activité et les prix au sein de la zone euro sont circonscrits à un nombre limité de biens et de secteurs directement exposés. Les enquêtes de la Commission européenne mettent en évidence des indices de prix anticipés historiquement élevés, mais en recul depuis deux mois (après des niveaux sans commune mesure avec les sommets atteints au déclenchement de la guerre en Ukraine, cf. tableau en page 4). En outre, l'inflation harmonisée a baissé plus qu'attendu en juin, à 2,8% en glissement annuel (-0,4 point de pourcentage). Cette décélération des prix a été tirée notamment par les chiffres français et allemand (-0,8 et -0,4 pp, respectivement). Les tensions sur les prix des biens industriels non énergétiques (+0,9% a/a) restent particulièrement modérées, tout comme celles dans l'alimentation (+1,6% a/a, au plus bas depuis cinq ans). En revanche, l'inflation dans les services, qui évolue avec une certaine inertie et a reflué en juin, reste ancrée au-dessus des 3% (3,2%).

¹ Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE (2025)

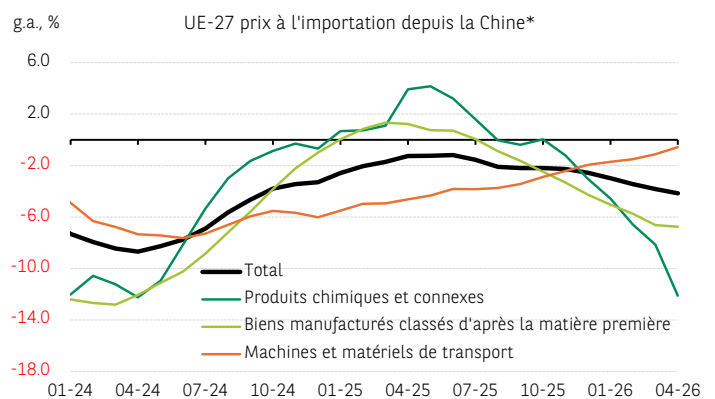
MESURES ALTERNATIVES DE L'INFLATION : PAS DE VÉRITABLE TRACE DU CHOC



GRAPHIQUE 1

SOURCES : BCE BNP PARIBAS

L'EUROPE CONTINUE D'IMPORTER DE LA DÉFLATION CHINOISE



* Indice de valeur unitaire à l'importation, données lissées sur douze mois.

GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

Les anticipations d'inflation des ménages à horizon d'un an se sont, elles aussi, tassées (la médiane passant de 4,0% à 3,5%). En outre, les indicateurs alternatifs suivis par la BCE évoluent encore dans une zone que cette dernière trouvera vraisemblablement tolérable (cf. graphique 1).



INDICES DE LA COMMISSION EUROPÉENNE - ÉVOLUTION DES PRIX À TROIS MOIS (Z-SCORE)

	01/2026	02/2026	03/2026	04/2026	05/2026	06/2026	06/2022
Industrie manufacturière	-0.11	-0.05	0.42	1.05	0.84	0.54	2.89
Produits alimentaires	-1.03	-0.76	-0.20	0.52	-0.09	-0.32	3.04
Boissons	-0.20	-0.50	-0.25	0.07	-0.05	-0.35	3.02
Textiles	-0.06	-0.12	0.36	1.29	1.66	1.10	2.49
Habillement	-0.21	0.15	0.37	0.48	0.42	0.37	3.91
Quir et produits assimilés	0.15	0.01	-0.04	0.96	0.46	0.41	2.73
Bois et produits en bois, hors meubles	0.65	0.37	0.39	1.27	1.18	0.79	0.92
Papier et articles en papier	-0.44	-0.55	0.34	0.94	0.95	0.82	1.53
Imprimerie et reproduction d'enregistrements	-0.01	-0.04	0.66	1.34	1.50	0.71	3.59
Cokéfaction et raffinage	-0.61	-0.61	2.74	1.76	1.35	0.44	1.63
Produits chimiques	-0.71	-0.48	0.75	2.26	1.90	1.16	2.34
Produits pharmaceutiques et préparations pharmaceutiques	-0.40	0.78	0.28	1.35	1.37	1.09	4.02
Produits en caoutchouc et en plastique	0.17	0.00	0.43	1.49	1.37	0.72	2.36
Autres produits minéraux non métalliques	-0.29	-0.36	0.10	0.89	0.85	0.21	2.47
Métallurgie	0.51	0.52	0.81	1.32	1.55	0.97	0.35
Produits métalliques, hors machines et des équipements	0.30	0.35	0.62	1.21	1.02	0.89	2.44
Produits informatiques, électroniques et optiques	0.48	0.40	0.62	1.00	0.86	0.89	3.54
Équipements électriques	-0.16	0.15	0.19	0.68	0.83	0.89	3.00
Machines et équipements n.c.a.	-0.21	-0.17	-0.11	0.34	0.34	0.37	3.19
Véhicules automobiles, remorques et semi-remorques	-0.17	0.09	-0.09	0.18	0.20	0.19	3.70
Autres matériels de transport	1.16	-0.02	0.51	-0.31	1.67	1.08	2.37
Meubles	-0.20	0.00	0.20	1.07	1.30	1.34	2.23
Autres industries manufacturières	0.78	1.13	1.12	1.20	0.39	0.70	3.47
Réparation et installation de machines et d'équipements	0.27	0.26	0.23	0.25	1.16	0.47	3.50
Construction	-0.07	-0.22	0.08	0.63	0.48	0.20	2.78
Construction de bâtiments	-0.17	-0.06	0.21	0.71	0.66	0.26	0.00
Génie civil	0.02	-0.18	0.34	0.70	0.40	0.36	2.67
Travaux de construction spécialisés	-0.13	-0.25	-0.01	0.43	0.49	0.21	2.95
	01/2026	02/2026	03/2026	04/2026	05/2026	06/2026	06/2022
Commerce de détail	0.06	0.09	0.26	0.71	0.66	0.64	3.77
Commerce gros/détail et réparation automobiles/motocycles	-0.17	0.09	0.26	0.50	0.57	0.51	3.35
Commerce de détail, hors véhicules automobiles et des motocycles	0.11	0.07	0.32	0.79	0.74	0.66	3.91
Services	0.31	0.26	0.35	0.63	0.48	0.24	3.34
Transports terrestres et transport par conduites	0.78	0.83	1.24	1.50	1.22	0.43	2.71
Entreposage et services auxiliaires des transports	0.36	0.53	0.91	1.42	1.31	0.64	2.32
Hébergement	-0.53	-0.37	-0.23	-0.04	-0.04	-0.18	2.63
Restauration	-0.48	-0.54	-0.44	0.23	-0.26	-0.71	3.98
Programmation et diffusion	0.42	1.85	-0.21	0.03	1.08	-0.43	-0.65
Télécommunications	1.96	0.83	1.24	1.42	1.14	1.08	1.57
Programmation, conseil et autres activités informatiques	-0.27	-0.23	-0.12	0.22	0.19	0.36	3.42
Services d'information	0.45	0.37	0.18	0.28	0.45	0.82	2.83
Activités immobilières	-0.07	0.47	0.18	-0.03	-0.63	0.11	3.08
Activités juridiques et comptables	0.72	0.40	0.30	0.64	0.32	0.23	3.50
Activités des sièges sociaux; conseil de gestion	-0.01	-0.76	-0.42	-0.61	0.03	-0.34	2.93
Activités d'architecture et d'ingénierie	0.25	0.07	0.10	0.22	0.05	-0.42	3.03
Publicité et études de marché	1.09	0.89	0.10	0.70	1.09	0.87	1.36
Autres activités spécialisées, scientifiques et techniques	0.47	-0.26	0.50	0.08	-0.20	-0.16	2.87
Activités de location et location-bail	-0.18	-0.36	-0.60	0.54	0.21	-0.05	3.51
Activités liées à l'emploi	-0.20	-0.53	-1.06	-1.04	-0.31	-0.06	2.49
Activités des agences de voyage et activités connexes	0.69	0.36	1.03	1.24	1.01	0.17	2.95
Activités de sécurité et d'enquête	0.63	0.07	-0.14	-0.41	-0.10	-0.58	3.75
Services relatifs aux bâtiments et aménagement paysager	0.69	0.33	-0.26	0.51	0.69	0.33	4.05
Activités administratives et autres activités de soutien aux entreprises	0.37	0.29	1.04	0.29	0.24	0.15	3.02
Réparation d'ordinateurs et de biens personnels et domestiques	1.45	0.48	0.21	0.55	0.31	-0.33	3.10

TABLEAU

SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Cela ne signifie pas pour autant que la hausse de juin ait été une erreur. Le retour vers la cible d'inflation des 2% reste difficile à atteindre à court ou moyen terme. Nous anticipons désormais un rebond plus modéré en 2026 (2,7%), mais toujours pas de retour à la cible en 2027, l'inflation évoluant encore très nettement au-dessus (2,6%). En cause : la reprise d'activité soutenant l'inflation sous-jacente et le maintien des prix de l'énergie sur un plateau élevé (autour de USD 80/b en moyenne en 2027).

DES FORCES STRUCTURELLES À L'ŒUVRE

L'incertitude entourant la propagation du choc énergétique ne doit pas occulter d'autres pressions inflationnistes alimentées par le conflit (hausse du fret maritime) ou émanant de la forte demande de composants liés au secteur de l'IA, qui tirent les prix à l'importation des équipements informatiques, électroniques et optiques (+6,8% en avril). À l'inverse, la trajectoire baissière des prix à l'importation en provenance de Chine s'est renforcée ces derniers mois, en particulier dans les secteurs où les surcapacités chinoises sont les plus marquées, à l'image de la chimie (cf. graphique 2). La remontée récente du renminbi face à l'euro n'a, pour l'heure, pas atténué ce phénomène : face au découplage commercial avec les États-Unis, la Chine semble au contraire intensifier sa politique de conquête de parts de marché par les prix, une stratégie qui devrait perdurer dans un contexte de faiblesse de la demande domestique.

Les effets de la déflation importée de Chine ne sont pas neutres pour les dynamiques d'inflation en zone euro car l'union monétaire reste très dépendante des importations (16,9% des importations de la zone euro provenait de Chine en avril). Selon nos calculs, une baisse de 10% des prix à l'importation en provenance de Chine réduirait l'inflation *headline* de l'ordre de 0,3 pp, un résultat proche de celui fourni par la BCE dans une récente note de recherche².

La modération salariale est un autre facteur de soutien à la désinflation du moins à court terme. La *wage tracker* de la BCE n'indique pour l'instant aucun effet de second tour d'ici la fin de l'année, avec une stabilisation de la croissance des salaires de base au second semestre 2026 attendue autour de 2,5%. Un facteur que la BCE surveillera de près jusqu'à septembre.

Au total, l'équilibre des risques sur l'inflation nous paraît un peu plus orienté à la baisse qu'il y a quelques semaines, sans pour autant justifier un changement de cap dans la politique monétaire. Notre scénario central demeure donc inchangé : une nouvelle hausse de taux probablement en septembre, mais avec une conviction moindre qu'il y a un mois. À Sintra, fidèle à son nouveau cadre de réflexion, la BCE n'a pas fermé la porte à un *statu quo* de ses taux directeurs sans pour autant l'ouvrir complètement.

Guillaume Derrien
guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

² [The impact of China's industrial rise on the euro area](#), Bulletin économique de la BCE, juin 2026. Selon cette étude, une baisse des prix des importations en provenance de Chine de 10 % se traduirait par une baisse de 0,4 à 0,7 pp de l'inflation sur les biens industriels non énergétiques, ce qui, compte tenu du poids de cette composante dans l'IPCH (25,7%), abaisserait l'inflation *headline* entre 0,1 et 0,2 pp.

