

16 SUR 21 : STATU QUO MONÉTAIRE QUASI GÉNÉRALISÉ DES BANQUES CENTRALES AUJOURD'HUI, QUID DEMAIN ?

La semaine du 16 au 20 mars a été particulièrement riche sur le front de la politique monétaire. Pas moins de 21 banques centrales se sont réunies avec pour toile de fond le même facteur exogène : le conflit au Moyen-Orient déclenché fin février 2026. Douze à quinze d'entre elles étaient dans une dynamique d'assouplissement, ou préparaient des baisses de taux, avant le déclenchement du conflit. Finalement, concernant les taux directeurs, seize d'entre elles ont opté pour un *statu quo*, deux pour une augmentation et trois pour une baisse. Nous proposons un tour d'horizon des conditions et des termes du débat autour de plusieurs questions : 1/ quel impact la guerre au Moyen-Orient a-t-elle eu sur ces décisions de politique monétaire (et comment a-t-elle déplacé le curseur entre ce qui était attendu avant le déclenchement de l'offensive et aujourd'hui) ? ; 2/ à quel point les banques centrales s'inquiètent-elles des développements en cours et du risque de stagflation (sont-elles prêtes à changer de trajectoire et dans quel sens) ?

La prudence et l'attentisme ont, sans surprise, largement prévalu et, dans leur grande majorité, les banques centrales ne se sont pas écartées des décisions anticipées. Concernant le degré d'inquiétude des banques centrales, si la plupart d'entre elles ont confirmé le *statu quo* attendu, celui-ci s'est accompagné d'un changement de ton notable et logique, marqué à minima par une plus grande vigilance vis-à-vis de la réémergence du risque inflationniste et, pour environ la moitié de notre échantillon, par un biais « *hawkish* », c'est-à-dire une inclination à relever les taux directeurs pour faire face à ce risque (cf. tableau page 5)

Un rappel pour commencer : au moment d'écrire ces lignes, les ondes de choc la guerre au Moyen-Orient s'amplifient et les incertitudes concernant l'évolution, la durée et l'ampleur du conflit demeurent nombreuses. Une des conséquences du conflit reste claire : le retour brutal du risque d'un scénario stagflationniste, marqué par moins de croissance et plus d'inflation, soit l'inverse de notre scénario central préexistant. L'ampleur de ce choc stagflationniste reste incertaine mais le risque d'un scénario très adverse grandit¹. Point de fragilité supplémentaire : ce choc s'ajoute à ceux – déjà nombreux – qui ont frappé l'économie mondiale d'une manière similaire depuis la pandémie de COVID-19. Néanmoins, il intervient dans un environnement macroéconomique plutôt porteur et sain.

ATTENTISME ET VIGILANCE EN PREMIÈRE INSTANCE

Dans ce contexte mouvant et incertain, une réaction immédiate, à chaud, des banques centrales n'était globalement ni attendue ni justifiée, qu'il s'agisse d'une baisse de taux, pour répondre au risque baissier sur la croissance, ou d'une hausse pour répondre à celui, haussier, sur l'inflation. Prudence et attentisme étaient de mise et ont largement prévalu. Dans leur grande majorité, les banques centrales ne sont pas écartées des décisions prévues (ou prévisibles). Seules quelques-unes ont légèrement ajusté le tir par rapport à ce qui était préalablement anticipé.

C'est le cas, par exemple, de la Banque centrale du Brésil (BCB) qui a opté pour une baisse de taux de 25 points de base au lieu des -50 pb initialement prévus. L'amorce nécessaire de l'assouplissement monétaire n'a pas été remise en cause mais son ampleur a été revue à la baisse².

C'est peut-être aussi le cas de la hausse de taux de 25 pb de la CBI (*Central Bank of Iceland*). Ce relèvement aurait-il eu lieu sans la guerre au Moyen-Orient ? Il est possible que non : avant le déclenchement du conflit, l'arbitrage entre les signes de faiblesse de la croissance et de remontée de l'inflation plaiderait pour un nouveau *statu quo*. Le conflit et l'accroissement induit des tensions sur les prix ont probablement fait pencher la balance en faveur du resserrement.

Le revirement le plus net est probablement celui de la Banque d'Angleterre (BoE). Une baisse de taux n'était ni garantie ni consensuelle, mais quelques jours encore avant la réunion, nous tablions sur -25 pb pour accompagner l'accentuation de la désinflation. Toutefois, face aux événements, nous avons modifié cette prévision en faveur d'un *statu quo*. Celui-ci a été « retentissant » avec un vote à l'unanimité des neuf membres pour la première fois depuis septembre 2021, renforçant le signal de durcissement du ton.

La hausse de taux de 25 pb de la RBA (Reserve Bank of Australia) s'inscrit, quant à elle, dans un mouvement initié en février, en réaction à des signes de regain de l'inflation antérieurs au choc énergétique actuel et propres à l'Australie. La hausse de février avait alors retenu l'attention car c'était une première parmi les grandes banques centrales des pays développés³ et la question de savoir si elle pouvait faire tache d'huile avait émergé.

Banque du Canada (BoC), Réserve fédérale américaine (Fed), Banque du Japon (BoJ), Riksbank suédoise, Banque nationale suisse (BNS), Banque d'Angleterre, Banque centrale européenne et de nombreuses banques centrales de pays émergents ont opté pour le *statu quo* comme attendu. Pour la Fed notamment, il a des allures de pause forcée.

Mais la nature de ce *statu quo* a changé avec le contexte actuel. Il s'est accompagné d'un changement de ton notable et logique, marqué à minima par une plus grande vigilance vis-à-vis de la réémergence du risque inflationniste et, pour à peu près la moitié de notre échantillon, par un biais *hawkish*, c'est-à-dire une inclination à relever les taux directeurs pour faire face à ce risque. La BCE en fait partie.

HOMOGÉNÉITÉ DES RÉACTIONS À L'INSTANT PRÉSENT, DIVERSITÉ ENSUITE ?

La suite de l'histoire n'est pas écrite mais les trajectoires de politique monétaire pourraient devenir plus diverses. D'abord parce que, si le choc est global et n'épargne personne, son impact devrait être assez différencié car l'exposition des pays est variable⁴. Ensuite, les conditions initiales diffèrent d'un pays à l'autre. La tâche des banques centrales des pays où l'inflation est faible (comme la Suisse ou la Suède) s'en trouve ainsi moins compliquée que dans les pays où l'inflation était déjà élevée et non seulement résistait à la baisse mais était aussi déjà exposée à un risque à la hausse (les États-Unis pour ne pas les nommer). La situation de départ en matière de croissance compte aussi naturellement, et de ce point de vue les États-Unis sont dans une position plus favorable que la zone euro.

L'action de la banque centrale sera aussi fonction des mesures prises par les gouvernements. D'un côté, le soutien budgétaire (très limité pour l'heure) peut venir atténuer l'effet désinflationniste du choc négatif sur la demande, et donc compliquer davantage la tâche des autorités monétaires.

1 Pour plus de détails, voir notre [Ecolnsight Guerre au Moyen-Orient : les ondes de choc s'amplifient, 20 mars 2026](#).

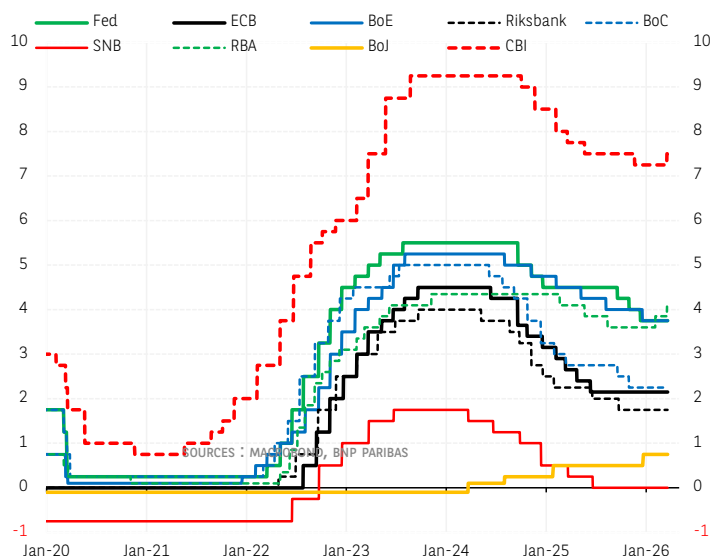
2 C'est le contraire qui s'est passé avec la Banque centrale du Ghana (BoG) dont la baisse de 150 pb du taux directeur est allée plus loin que les 100 pb attendus, reflétant les préoccupations plus grandes à l'égard de la croissance malgré les risques haussiers sur l'inflation.

3 En mettant de côté la Banque du Japon, engagée dans un cycle désynchronisé de hausse de taux depuis mars 2024.

4 Voir pour plus de détails sur l'exposition des pays émergents, [l'édito d'EcoWeek de François Faure, Pays émergents et en développement : comment résisteront-ils au choc énergétique ? 16 mars 2026](#).



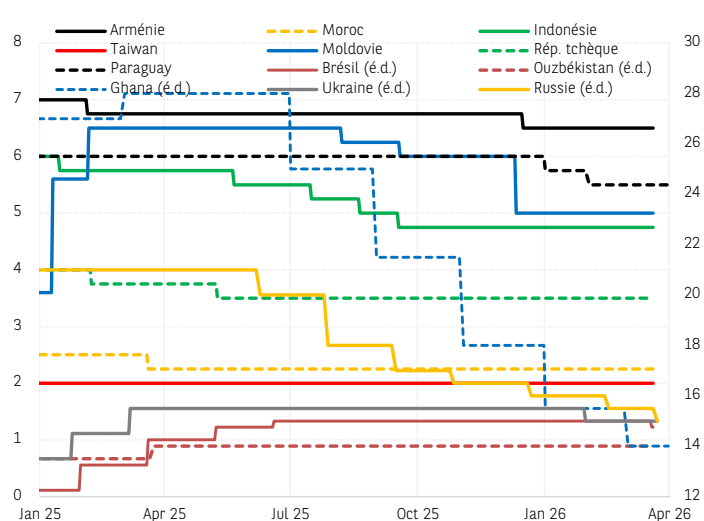
Taux directeurs des neuf banques centrales de pays développés qui ont tenu une réunion entre le 16 et le 20 mars 2026



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Taux directeurs des 12 banques centrales de pays émergents qui ont tenu une réunion entre le 16 et le 20 mars 2026



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

De l'autre, ce même soutien, s'il vise seulement à limiter la hausse des prix énergétiques (et non à soutenir directement la demande), permettrait d'atténuer l'inflation constatée, et donc le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation et autres effets de second tour.

Dans tous les cas, les banques centrales sont confrontées au même dilemme à des degrés divers : le conflit constituant un choc d'offre négatif classique, qui pousse simultanément l'inflation à la hausse et la croissance à la baisse, doivent-elles réagir en augmentant leur taux pour contenir l'inflation, au prix d'affaiblir davantage la croissance, ou en baissant leur taux pour soutenir la croissance mais en alimentant l'inflation ? La réponse des banques centrales dépendra de leur fonction de réaction propre mais aussi du risque qui se matérialisera en premier et avec quelle force.

La théorie économique suggère que la meilleure réaction à un choc énergétique frappant une économie à l'équilibre est de ne rien faire. Face à un choc d'offre négatif exogène de ce type, les banques centrales ne peuvent, en effet, qu'en gérer les conséquences, sans possibilité d'agir sur les causes. Dans l'hypothèse que ces conséquences demeureraient limitées, les banques centrales peuvent passer outre. Mais si ne rien faire semble, en théorie, judicieux, ce n'est pas forcément la réponse appropriée en pratique, comme l'a rappelé notamment Jerome Powell.

Dans le cas présent, il reste difficile d'évaluer l'ampleur exacte des conséquences mais il fait peu de doute que le risque inflationniste est de retour. L'évolution des prévisions des banques centrales, dont nous disposons actuellement, en atteste : les prévisions d'inflation ont plus été ajustées à la hausse que celles de croissance ne l'ont été à la baisse.

La dynamique future de l'inflation inquiétant, pour l'heure, visiblement plus que celle de la croissance, il faut plutôt s'attendre à des hausses de taux⁵. C'est désormais notre scénario pour la BCE (trois fois +25 pb en juin, juillet et septembre). Pour la BoE, nous maintenons notre anticipation d'une nouvelle hausse de 25 pb en avril. Pour la BoJ, nous maintenons notre anticipation d'une nouvelle hausse de 25 pb en avril. Pour la Fed, une hausse de taux dès avril ne peut être écartée mais elle reste conditionnée à la gravité et à la durée du choc énergétique en cours. Nous restons donc dans l'expectative.

Dans le cas où le choc stagflationniste serait limité, le *statu quo* – d'une nature très différente de celui envisagé jusqu'ici – pourrait être prolongé pour naviguer entre les deux risques. C'est le scénario que nous retenons, pour le moment, pour la Fed.

Hélène Baudchon

⁵ Si le choc énergétique perdure et fait flancher sérieusement la croissance, des scénarios de baisses de taux pourraient faire leur apparition.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

21 DÉCISIONS DE BANQUES CENTRALES À LA LOUPE

Pays	Réunion	Variation du taux directeur (pb)	Niveau du taux directeur	Biais	Évolution anticipations des marchés (nbre de baisses/ hausses d'ici fin 2026)	Dernier chiffre de croissance (a/a)	Variation des prévisions de croissance 2026 de la banque centrale	Dernier chiffre d'inflation (a/a)	Variation des prévisions d'inflation 2026 de la banque centrale	Exposition au choc stagflationniste
Australie (RBA)	17/03	+25	4,10%	Hawkish	3 hausses au 23/03 (contre 1 au 27/02)	2,6% (T4 25) ; 2,0% (2025)	n.d	3,8%	n.d	Modérée
Indonésie (BI)	17/03	=	4,75%	Plutôt hawkish		5,2% (2025)	n.d	4,8%	n.d	Faible
Arménie (CBA)	17/03	=	6,5%	Équilibré		6,9% (2025)	n.d	4,3%	n.d	Modérée
Maroc (BAM)	17/03	=	2,25%	Équilibré		4,0% (T3 2025)	+0,9pp	-0,6%	-0,5pp	Faible
Ouzbékistan (CBU)	18/03	=	14%	Plutôt hawkish		7,7% (2025)	n.d	7,3%	n.d	Modérée
Islande (CBI)	18/03	+25	7,50%	Hawkish		-0,6% (T4 25)	n.d	5,2%	n.d	Élevée
Ghana (BoG)	18/03	-150	14%	Équilibré		+5,8% (T4 25)	n.d	3,3%	n.d	Moyenne
Canada (BoC)	18/03	=	2,25%	Équilibré	3 hausses au 23/03 (contre proba. de 44% d'1 baisse au 27/02)	0,7% (T4 25) ; 2,0% (2025)	n.d	1,8%	n.d	Modérée
États-Unis (Fed)	17/03 18/03	=	3,50-3,75%	Plutôt hawkish	Proba. de 75% d'1 hausse (vs. 2 baisses au 27/02)	2,0% (T4 25) ; 2,1% (2025)	+0,1pp	2,4% (CPI - fév.) ; 2,8% (PCE - jan.)	+0,3pp (PCE)	Moyenne
Brésil (BCB)	18/03	-25	14,75%	Entre équilibré et dovish		2,3% (2025)	Pas de changement (prév. : 1,8%)	3,8%	+0,4pp (si Petrobras répercute la hausse des prix du pétrole)	Modérée
Japon (BoJ)	18/03 19/03	=	0,75%	Hawkish	2 hausses au 23/03 (contre 1 au 27/02)	0,5% (T4 25) ; 1,2% (2025)	n.d	1,5%	n.d	Élevée
Suède (Riksbank)	19/03	=	1,75%	Équilibré	2 hausses au 23/03 (contre proba. de 50% d'1 baisse au 27/02)	2,0% (T4 25) ; 1,8% (2025)	-0,4pp	0,5% (1,7% pour la mesure cible)	+0,2pp (+0,6pp pour la mesure cible)	Élevée
Suisse (BNS)	19/03	=	0%	Équilibré		0,7% (T4 2025) ; 1,3% (2025)	Pas de changement	0,5%	+0,2pp	Modérée
Taiwan (CBC)	19/03	=	2%	Équilibré		8,7% (2025)	+3,6pp (effet d'acquis)	1, 2%	+0,2pp	Modérée
Ukraine (NBU)	19/03	=	15%	Équilibré		3,2% (T4 2025) ; 1,8% (2025)	n.d	7,6%	n.d	Élevée
Moldavie (NBM)	19/03	=	5%	Équilibré		3,6% (T4 2025) ; 2,4% (2025)	n.d	5,1%	n.d	Élevée
Roy.-Uni (BoE)	19/03	=	3,75%	Hawkish	3 hausses au 23/03 (vs. 2 baisses au 27/02)	1,0% (T4 2025) ; 1,3% (2025)	n.d	3,0%	+0,9pp au T2 et +1,5 pp au T3	Élevée
Zone euro (BCE)	19/03	=	2%	Hawkish	3 hausses au 23/03 (contre proba. de 55% d'1 baisse au 27/02)	1,2% (T4 25) ; 1,5% (2025)	-0,3pp (nouveau base-line) ; -0,6pp (adverse) ; -0,8pp (sévère)	1,9%	+0,7pp (nouveau base-line) ; +1,6pp (adverse) ; +2,5pp (sévère)	Élevée
Tchéquie (ČNB)	19/03	=	3,50%	Plutôt hawkish		2,6% (T4 2025) ; 2,6% (2025)	n.d	1,4%	n.d	Modérée
Russie (CBR)	20/03	-50	15%	Proche d'être équilibré		0,6% (T3 2025)	n.d	5,9%	n.d	Modérée
Paraguay (BCP)	20/03	=	5,50%			6,6% (T3 2025)	n.d	2,3%	n.d	Élevée

