

[Retrouvez notre scénario et nos prévisions](#)

GUERRE DANS LE GOLFE

Les frappes sur les installations pétro-gazières (des deux côtés) se sont intensifiées, entraînant les prix des matières premières à la hausse. Cette escalade devrait engendrer un surcroît d'inflation et affecter la croissance. Les banques centrales n'ont pas modifié leur politique monétaire car elles attendent d'avoir une meilleure visibilité, mais les marchés anticipent des politiques plus restrictives, nous aussi ([voir notre analyse](#)).

ÉCONOMIES AVANCÉES

ÉTATS-UNIS

La perspective de baisses de taux s'éloigne, l'économie se porte bien et l'administration répond au choc énergétique. Le taux directeur de la Fed a été maintenu à 3,5% - 3,75%. Le *Summary of Economic Projections* révisé l'estimation du niveau de long terme de ce taux (3,1%, +0,1pp) et la prévision de core PCE (+2,7% a/a à fin 2026, +0,2pp), mais il maintient le dot plot à une baisse de taux cette année. Toutefois, cette baisse ne devrait pas avoir lieu, la condition fixée par le FOMC d'un reflux de l'inflation étant de moins en moins atteignable. J. Powell se refusant à être catégorique sur le fait que l'inflation énergétique et l'inflation tarifaire n'auront qu'un effet ponctuel (*one-off*) que la politique monétaire pourrait ignorer. La probabilité d'une hausse de taux en 2026 excède désormais 50% selon les marchés. En février, la production industrielle s'améliore (+0,2% m/m, -0,5pp) et les prix à la production augmentent nettement (+0,7% m/m), du fait de l'alimentation, de l'énergie et du sous-jacent. Afin de limiter l'inflation sur l'essence, l'administration Trump a suspendu pour 60 jours le *Jones Act* (qui impose que les bateaux qui naviguent entre les ports des États-Unis de pavillon et de fabrication américaines) pour les bateaux transportant des hydrocarbures et autres matières premières. À cela s'ajoute un assouplissement partiel des sanctions visant le pétrole du Venezuela et d'Iran.

La dérégulation bancaire s'intensifie avec des propositions visant les exigences en capital : 1/ finalisation des accords de Bâle 3 pour les neuf plus grands groupes ; 2/ réforme de la méthode de calcul des surcharges de fonds propres imposées aux huit banques systémiques (G-SIB) ; 3/ révision de l'approche standard de mesure des risques de crédit pour les autres banques. Ces mesures et la proposition de réforme des stress tests pourraient réduire de 4,8% en moyenne les exigences de fonds propres CET1 des 8 G-SIB, de 5,2% celles des groupes de taille intermédiaire (entre USD 100 et USD 750 mds d'actifs) et de 7,8% celles des petits établissements. Ces propositions sont soumises à commentaires pendant 90 jours. À venir : *compte courant du T4 (mardi) ; confiance des ménages (Michigan, vendredi)*.

UNION EUROPEENNE

Des progrès sur tous les fronts : le Conseil européen du 19 mars a approuvé la feuille de route « Une Europe, un marché unique » qui prévoit un calendrier serré : 2026 pour la plupart des livrables et jusqu'à fin 2027 pour le reste. Parmi les mesures les plus importantes, la Commission a présenté le 28^e régime : création d'une entreprise en 48h en ligne, sans capital minimum et un cadre juridique unifié. Pour accélérer son adoption, le choix d'un règlement évitera les 27 transpositions nationales.

Volet énergétique : la Commission présentera des mesures temporaires, ciblées et coordonnées avec des aides d'État pour les secteurs industriels fortement exposés, contrats d'approvisionnement à long terme pour stabiliser les prix, encadrement du prix du gaz.

Vers une ratification de l'accord commercial avec les États-Unis : la procédure de ratification de l'accord avec les États-Unis a été relancée

avec plusieurs clauses de sauvegarde : 1/ expiration fin mars 2028 de l'allégement tarifaire dont bénéficient les États-Unis ; 2/ suspension en cas de violation américaine ; 3/ entrée en vigueur conditionnée à la vérification de l'ensemble des engagements. La ratification interviendrait en avril ou mai (après négociation avec les États membres). Un accord de libre-échange avec l'Australie devrait être discuté cette semaine.

ZONE EURO

Face à une inflation projetée au-delà de sa cible, la BCE devrait remonter ses taux. La BCE a laissé ses taux directeurs inchangés en mars mais a révisé ses projections de croissance (-0,3 pp à 0,9% en 2026 ; -0,1 pp à 1,3% en 2027) et d'inflation (+0,7 pp à 2,6% en 2026 ; +0,2 pp à 2% en 2027). Le retour à la cible des 2% interviendrait en 2027 (scénario central, cohérent avec 2 hausses de taux selon les marchés), voire en 2029 selon un scénario adverse. Certains gouverneurs (Nagel, Makhlouf) n'excluent pas une hausse du taux directeur dès avril. Le *tracker* des salaires de la BCE anticipe une croissance des salaires négociés de 2,3% en 2026 (baisse par rapport à 2025). Les taux longs ont continué de croître : le 10 ans allemand a franchi le seuil des 3% pour la 1^{ère} fois depuis 2011 (+40 pb depuis fin février). L'écart atteint 73 pb avec le 10 ans français et 96 pb avec le 10 ans italien (+17 et +33 pb par rapport à fin février respectivement). À venir : *confiance des ménages (lundi), PMI (mardi), crédit privé et agrégats monétaires (jeudi)*.

Allemagne : Les premiers impacts du choc énergétique se font sentir. L'indice ZEW se détériore de 58,8 points m/m en mars à -0,5, mais moins qu'en mars 2022 (-93,6 m/m à -39,3). Les prix à la production ont diminué en février (-3,3% a/a ; -0,3pp m/m). À venir : *PMI (mardi), climat des affaires IFO (mercredi), confiance des ménages GfK (jeudi)*.

France : L'inflation devrait rapidement rebondir selon nos prévisions. Le prix des carburants a augmenté de près de 17% depuis début mars (même hausse qu'en mars 2022). L'impact sur l'inflation a/a devrait être de 0,6pp (1,7% en mars contre 1,1% en février). Selon la Commission de régulation de l'énergie, le tarif pour les consommateurs de gaz augmenterait de 15% au mois de mai (effet de +0,2pp sur l'inflation, qui dépasserait 2% pour la première fois depuis août 2024). La hausse du prix du gaz n'aurait pas d'impact sur le prix de l'électricité (le gaz n'est pas utilisé actuellement pour en produire). Le déficit de la Sécurité sociale a atteint EUR 21,6 mds en 2025, contre 23 mds estimés par le gouvernement dans son budget et 15,3 mds en 2024. À venir : *PMI (mardi), climat des affaires et confiance des ménages Insee (jeudi), déficit et dette publique en 2025 (vendredi)*.

JAPON

Des hausses de taux toujours sur la table. La BoJ a maintenu son taux directeur à 0,75% mais a indiqué un biais restrictif. Celui-ci est renforcé par les conséquences inflationnistes de la guerre en Iran, la BoJ jugeant modérés les risques baissiers sur la croissance. À venir : *inflation et PMI (mardi), minutes de la BoJ (mercredi)*.

ROYAUME-UNI

Les baisses de taux s'éloignent. La BoE a maintenu son taux directeur inchangé (3,75%) mais n'exclut pas un resserrement ultérieur de sa politique monétaire. Le taux souverain à 1 an a augmenté de 60 pb en trois séances (et de 110 pb depuis début mars). Le taux à 10 ans a franchi la barre des 5% pour la première fois depuis août 2008 (+80 pb depuis début mars). Le gouvernement a promis une aide (GBP 53 millions) pour 1,5 million de ménages face à la hausse du prix du fioul. La progression des salaires a atteint 3,9% a/a en janvier, bonus inclus (moyenne sur 3 mois), contre 4,2% en décembre. À venir : *PMI (mardi), inflation (mercredi), ventes au détail (vendredi)*.



ÉCONOMIES ÉMERGENTES

AFRIQUE/MOYEN-ORIENT

Les pays du Golfe commencent à réagir pour soutenir leurs économies.

Le Parlement de Bahreïn vient d'approuver quatre mesures, dont des exonérations de factures d'électricité, d'eau et de taxes municipales pour les entreprises affectées. Aux Émirats Arabes Unis, la Banque centrale met en place des dispositifs pour faciliter l'accès des banques à la liquidité. Elle a également décidé d'un allègement temporaire des exigences en capital et de gestion du risque de crédit.

AMÉRIQUE LATINE

Chili et Pérou : Les pressions sur les devises se sont accentuées. Depuis le 27 février, le peso chilien s'est déprécié de 5% contre USD et le peso péruvien de 7,5%. En cause : les inquiétudes relatives à l'évolution du marché du cuivre. Au Chili, l'activité a légèrement ralenti au T4 (1,6% en g.a. après 1,7% au T3, portant la croissance du PIB à 2,5% en 2025). La nouvelle administration prévoit de diminuer drastiquement les dépenses publiques. Au Pérou, l'instauration de l'état d'urgence par le président intérimaire a renforcé les inquiétudes sur la situation politique, alors que la campagne présidentielle entame sa dernière ligne droite. Le premier tour des élections aura lieu le 12 avril.

Brésil : la Banque centrale du Brésil (BCB) amorce avec prudence son cycle d'assouplissement monétaire. La BCB a réduit son taux directeur (SELIC) de 25 pb à 14,75% (baisse plus modérée que les 50 pb attendu avant la guerre en Iran). La BCB a conditionné ses futures décisions à l'évolution des marchés de l'énergie, adoptant un ton résolument prudent. Cette décision intervient après l'annonce par le gouvernement d'un plan de soutien destiné à atténuer l'impact de la hausse des prix des carburants, qui inclut : 1/ des allègements fiscaux, 2/ des subventions ciblées (principalement en faveur des producteurs et importateurs de diesel) et 3/ des mesures réglementaires pour lutter contre la spéculation et les hausses abusives de prix sous le contrôle de l'Agence nationale du pétrole.

ASIE

Hausse des pressions sur les devises : Les monnaies asiatiques ont bien résisté jusqu'à présent, mais les tensions s'accroissent. Depuis le 27 février, le baht thaïlandais, le won coréen et le peso philippin ont enregistré les plus fortes baisses contre le USD (respectivement -6,5%, -4,7% et -4,3%). La meilleure résistance de la roupie indienne (-3,1%) s'explique en partie par l'intervention de la Banque centrale sur les marchés des changes.

Chine : Pékin étend ses contrôles sur les exportations de produits pétroliers raffinés. Depuis le début du mois, la Commission nationale pour le développement et la réforme (NDRC) aurait demandé aux principales raffineries de pétrole nationales de suspendre l'exportation de certains produits (tels que le diesel et le kérosène). Les Philippines et le Vietnam seraient les plus affectés (la Chine fournit respectivement 25% et 14% de leurs importations de produits raffinés). Pékin aurait également ordonné aux exportateurs d'engrais de limiter leurs ventes à certains pays (notamment l'Inde).

Indonésie : Statu quo monétaire malgré la hausse de l'inflation. La Banque centrale est dans une position plus délicate que les autres banques centrales de la région en raison de la hausse des pressions inflationnistes avant le début du conflit au Moyen-Orient (+4,8% en g.a. en février). La bonne tenue de la roupie (-0,9% depuis le 27/02/2026) lui a toutefois permis de maintenir ses taux directeurs inchangés (4,75%) lors du comité de politique monétaire du 17 mars. Les comptes extérieurs du pays sont moins vulnérables au choc énergétique que ceux de la Thaïlande et des Philippines.

Taiwan : Statu quo monétaire dans un contexte d'inflation faible et de croissance solide. La Banque centrale a maintenu son taux directeur à

2% lors du comité du 19 mars. L'inflation IPC s'est établie à 1,2% en g.a. sur les deux premiers mois de 2026. Elle ne devrait pas excéder 2% cette année, selon les nouvelles prévisions de la Banque centrale. Celle-ci estime que les perspectives de croissance restent bonnes. Elle prévoit 7,3% pour 2026 (après 8,7% en 2025), notamment grâce à une demande de biens liés à l'IA. Cependant, l'économie est vulnérable au choc énergétique provoqué par la guerre au Moyen-Orient, du fait de sa très forte dépendance aux importations d'hydrocarbures. Une pénurie d'hélium pourrait également affecter le secteur des semiconducteurs.

EUROPE ÉMERGENTE

Europe centrale : Devises relativement stables sur la semaine écoulée.

Depuis le début du conflit, la dépréciation du forint hongrois est toutefois notable (-4,4% contre l'euro ; -6,4% contre le dollar). Celles du zloty polonais (-1,3% contre l'euro et -3,3% contre le dollar) et de la couronne tchèque (-1,1% contre l'euro, -3,1% contre le dollar) sont moindres.

République tchèque : Statu quo monétaire. La Banque centrale a voté à l'unanimité le maintien du taux directeur à 3,5%. Son communiqué indique que les décisions seront prises à l'avenir en fonction des derniers chiffres disponibles et de leur incidence sur l'inflation. Celle-ci devrait rester en dessous de l'objectif cible de 2% cette année, selon les autorités monétaires. Les projections précises intégrant des prix de pétrole plus élevés n'ont pas été communiquées.

MATIÈRES PREMIÈRES

Guerre en Iran : Les attaques contre les installations gazières stratégiques en Iran et au Qatar impliquent des perturbations durables de la production et de l'offre disponible sur le marché du gaz.

Les dégâts causés sur les infrastructures de Ras Laffan, le plus grand site d'exportations de GNL au monde, au Qatar, nécessiteront 3 à 5 ans de réparations avant de revenir à l'état pré-conflit selon QatarEnergy (environ 17% de la capacité de production du Qatar a été affectée). L'attaque du jeudi 18 mars sur le plus grand champ gazier mondial South Pars, partagé par l'Iran et le Qatar, a conduit l'Iran à arrêter ses exportations de GNL vers la Turquie (environ 8 milliards de mètres cubes en 2024). Selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE), plus de 40 unités de production énergétique ont été sévèrement, ou très sévèrement, endommagées par le conflit en cours.

La Commission européenne a demandé plus de flexibilité de la part des pays membres pour reconstituer leurs stocks de gaz. Elle a encouragé les membres de l'UE à attendre jusqu'au 1^{er} décembre pour atteindre leur cible de remplissage des stocks à 80% (la cible officielle avait été révisée à 80% en 2025) et à ne pas se précipiter pour les reconstituer alors que le marché est sous tension.

L'Arabie Saoudite a exporté environ 4,2 mb/j de pétrole au cours des cinq derniers jours via le terminal de Yanbu situé sur la mer Rouge. Préalablement au déclenchement du conflit, les exportations saoudiennes s'élevaient à plus de 7 mb/j.

Le TTF européen a augmenté de 23% sur la semaine passée ; il se situe désormais autour de 60 EUR/MWh. Le Brent a augmenté de 13% et atteint 114 USD/baril ce lundi matin.

L'AIE a précisé la composition des 400 millions de barils de pétrole issus des stocks stratégiques des 32 pays membres : le pétrole brut en représente la majorité, alors que les pays européens y contribuent principalement avec des produits pétroliers. En plus de libérer des stocks, les pays producteurs de pétrole du continent américain augmenteront leur production.

Les cours de l'or et de l'argent sont en forte baisse (lundi 23 mars, respectivement de 15% et de 20% depuis une semaine) sur fond de crainte d'un retour des pressions inflationnistes et dans la perspective d'une hausse des taux d'intérêt.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change