

GUERRE AU MOYEN-ORIENT : UN IMPACT MODÉRÉ SUR LES ÉCONOMIES AVANCÉES, À CE STADE, MAIS SOUMIS À DE FORTS ALÉAS

La guerre au Moyen-Orient a entraîné le rebond du prix de plusieurs matières premières, singulièrement du pétrole qui s'est rapproché d'un plus haut historique. Si l'évolution du conflit reste très incertaine, des contraintes d'offre et de demande plus faibles aujourd'hui qu'en 2022 devraient modérer l'impact haussier sur l'inflation.

La consommation des ménages et les secteurs les moins à même de répercuter la hausse des coûts de production sur les prix de vente (biens de consommation principalement) devraient être les plus pénalisés. L'impact final sur la croissance du PIB dépendra de la durée et de l'intensité des dommages.

Selon notre scénario central, la récession devrait être évitée. Toutefois, si le conflit s'aggravait suffisamment jusqu'à provoquer des pénuries (de carburant ou d'intrants), son impact sur la croissance et l'inflation pourrait l'engendrer.

La situation en matière de dettes publiques et de taux longs limite les marges de manœuvre des gouvernements. Les mesures de soutien qu'ils adopteront devraient donc être plus limitées qu'en 2022. Si le conflit et ses effets inflationnistes s'aggravaient, ces marges de manœuvre plus réduites signifieraient qu'une réponse additionnelle devrait être financée par des économies équivalentes.

Avec une demande moins dynamique qu'en 2022 et moins soutenue par les gouvernements, les banques centrales auraient moins à faire pour contrôler l'inflation. Si le prochain mouvement de taux devrait être un resserrement, dans la majorité des cas, il reste, à ce stade, prématuré.

Prix du pétrole : une hausse conséquente à relativiser

L'augmentation du prix du pétrole constitue le principal vecteur de propagation du conflit en Iran aux économies avancées.

Son impact dépendra de l'évolution future du conflit, mais également des dégâts déjà causés. Le prix du pétrole sur les marchés financiers (prix *spot*) n'a pas atteint le niveau record de 2008 (*graphique 1*). Toutefois, dès lors que l'on y ajoute le *crack spread* (i.e. la différence de prix entre le pétrole brut et ses produits raffinés, spécifiquement l'essence et le gasoil, qui inclut la marge de raffinage et les coûts opérationnels), la comparaison historique change : les hausses de 2022 et 2026 se distinguent par un *crack spread* nettement plus élevé que par le passé, et le prix total incluant ce dernier se rapproche du niveau de 2008.

Ce raisonnement doit être relativisé car les salaires ou les indices de prix ont augmenté entre ces deux dates. L'indice des prix à la consommation a crû de 42% en zone euro : en termes réels, le pic de 2026 est donc inférieur à celui de 2008.

En resserrant la focale sur le choc de 2026 (*graphique 2*), il apparaît que la majeure partie de la hausse du prix du pétrole, qui affectera les consommateurs, provient du *crack spread*. Or, le point commun entre 2022 et 2026 relève de la contrainte sur l'offre : dans le premier cas, par la volonté de l'Europe de se détourner de l'offre russe et, dans le second, par la baisse des exportations des pays du Golfe. Le prix du pétrole physique, qui reflète une tension immédiate sur l'offre, s'écarte donc du prix du marché qui, lui, concerne une livraison différée.

L'impact d'un tel choc dépend également de la durée de la période pendant laquelle l'offre des producteurs du Golfe sera réduite et de la capacité des autres producteurs et de la demande à s'y adapter. Si ces capacités d'adaptation existent, elles prennent du temps à se matérialiser. À court terme, le prix du pétrole sera donc principalement fonction de l'évolution du conflit et de la prime de risque géopolitique associée.

Pour les besoins de notre scénario, nous avons retenu une hypothèse centrale. Elle correspond à l'évolution du prix du pétrole suivante (*graphique 3*). Cette évolution du prix du pétrole correspondrait au scénario 3, ci-dessous.

Il existe plusieurs possibilités, décrites au travers des quatre scénarios alternatifs suivants (aussi présentés dans notre Ecolnsight du 20 mars, [voir l'analyse détaillée ici](#)) :

- **Scénario 1 : Désescalade et résolution immédiate du conflit.**
- **Scénario 2 : Reprise rapide des flux d'hydrocarbures sur fond d'instabilité persistante.**
- **Scénario 3 : Reprise partielle des flux d'hydrocarbures sur fond de réduction progressive des tensions à la fin du 2^e trimestre.** Les prix du pétrole baisseraient plus lentement en 2026 que dans les scénarios plus favorables (1 et 2) et se maintiendraient à des niveaux plus élevés en 2027 (entre USD10 et USD15 au-dessus).
- **Scénario 4 : Persistance de contraintes très fortes sur la circulation dans le détroit d'Ormuz maintenant le prix des hydrocarbures à des niveaux très élevés jusqu'au T3 2026.** Cela serait suivi d'un repli très progressif des prix jusqu'au printemps 2027, qui atteindraient ensuite des niveaux comparables à ceux de notre scénario intermédiaire n°3.

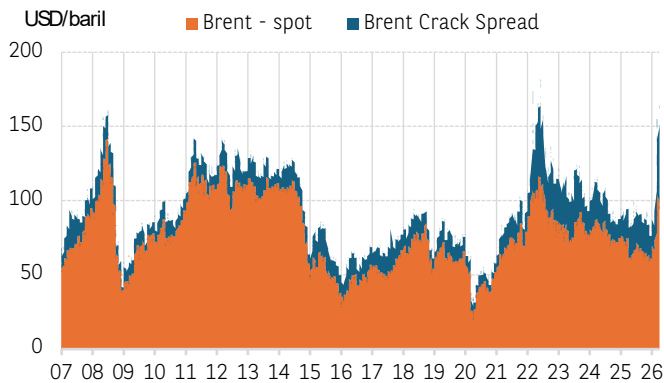
ÉTUDES **E**CONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

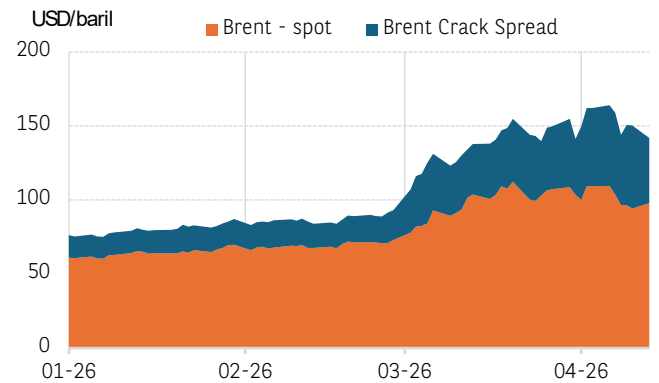
En ajoutant le crack spread au prix du pétrole spot, le total se rapproche des plus hauts atteints en 2008 et en 2022



GRAPHIQUE 1

SOURCES : ICE, MACROBOND, BNP PARIBAS

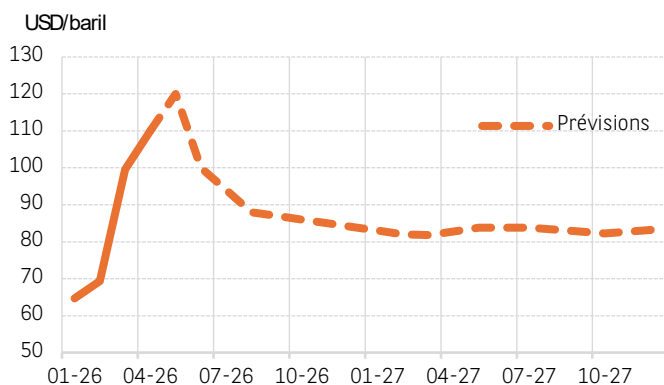
En 2026, pour les consommateurs, la hausse du prix du pétrole provient davantage du crack spread que du prix spot



GRAPHIQUE 2

SOURCES : ICE, MACROBOND, BNP PARIBAS

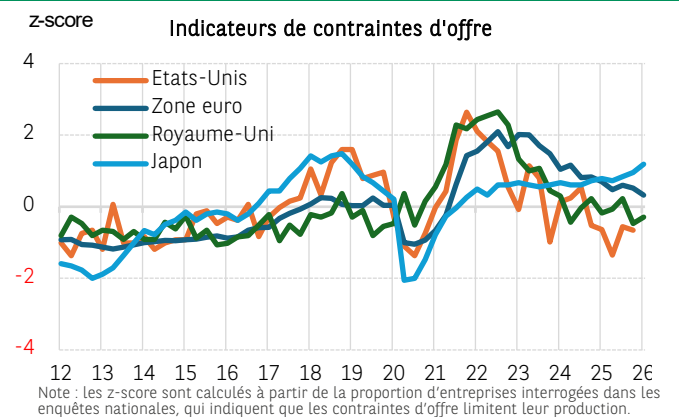
Notre scénario central de prix du Brent ne prévoit pas de réduction des tensions avant la fin du 2^e trimestre 2026



GRAPHIQUE 3

SOURCES : ICE, BNP PARIBAS

Les contraintes d'offre sont moins importantes qu'en 2022



GRAPHIQUE 4

SOURCES : STATISTIQUES NATIONALES, BNP PARIBAS

La circulation dans le détroit d'Ormuz reste très perturbée. De plus, les destructions observées sur les installations pétro-gazières de la région accroissent la probabilité que les exportations d'hydrocarbures restent altérées pendant plusieurs mois, même en cas de reprise du trafic maritime. Les scénarios 3 et 4 ont en commun des prix du pétrole durablement plus élevés, y compris après la fin du conflit. Ils se différencient par une durée du choc et un pic du prix du pétrole plus prononcés dans le scénario 4. De plus, comme le montre le graphique 1, le *crack spread* n'est jamais revenu à son niveau pré-conflit en 2022 ; il est probable qu'il en sera de même en 2026.

L'impact du choc sera différent de 2022

Moins de contraintes d'offre

En 2022, l'augmentation du prix des hydrocarbures avait été précédée de tensions d'offre majeures, avec des pénuries multiples (de composants et de main-d'œuvre) qui touchaient tous les secteurs, et des répercussions sur les prix industriels et alimentaires.

Le choc lié à la guerre en Iran intervient dans un contexte pré-conflit plus apaisé. Selon les données d'enquête, avant le déclenchement du conflit en Iran, ces tensions sur l'offre étaient inférieures aux pics observés à la veille de celui en Ukraine, mis à part au Japon (*graphique 4*). En zone euro, elles restaient toutefois supérieures à leur niveau pré-Covid, signe du caractère structurel de certaines d'entre elles (les pénuries de main-d'œuvre notamment).

Ces contraintes d'offre pourraient toutefois se renforcer dans les prochains mois, comme en témoigne la remontée des indices des prix des intrants ou des délais de livraison dans la plupart des pays. Dans le cadre d'un scénario plus négatif (scénario 4), ces tensions pourraient retrouver leur niveau de 2022, faisant apparaître à la fois un risque de récession et d'augmentation de l'inflation nettement plus prononcé.

La demande alimentaire nettement moins l'inflation

En 2022, la demande était élevée en raison de la sortie de crise liée au Covid. Comme le montre l'une de nos récentes analyses ([voir le détail](#)), la situation est différente aujourd'hui.



En zone euro (et au Royaume-Uni), c'est le manque de demande qui prédomine. Aux États-Unis, elle continue d'être relativement dynamique et d'alimenter l'inflation (elle y contribue pour près de 1 point selon les calculs de la Fed de San Francisco), mais dans une ampleur nettement plus modérée qu'en 2022.

Cette différence est déterminante. En effet, une demande moins dynamique incite les entreprises à moins répercuter la hausse des coûts sur les prix de vente en ajustant davantage leurs marges si cela est possible. De fait, les tensions sur les prix de vente demeurent, pour l'heure, plus modérées comme le montre notre récente analyse « [Choc énergétique : tableau de bord 2026 vs 2022](#) ».

Un risque de remontée des prix de l'énergie... et de pénurie ?

Chaque crise s'accompagne de sa crainte de pénurie. Celle de 2022 était circonscrite à l'Europe et concernait l'électricité, en raison de la dépendance au gaz russe et de la baisse de production nucléaire française liée à des opérations de maintenance. Ce risque a participé de la nette envolée du prix du gaz, qui a culminé à près de 350 euros par MWh (référence TTF), et a donc eu un impact réel même si la pénurie a finalement pu être évitée.

En 2026, le risque réside dans la nette baisse des exportations de pétrole et de gaz des pays du Golfe. Malgré une augmentation partielle de la production ailleurs, en mars, il a manqué près de 13 millions de barils/jour de pétrole au niveau mondial (soit près de 12,5% de la consommation mondiale de pétrole).

À court terme, l'arrivée des cargaisons parties avant la fermeture du détroit et l'utilisation des stocks ont permis de limiter le risque de pénurie. Toutefois, l'Europe apparaît une nouvelle fois vulnérable : ses capacités de raffinage ont diminué ces dernières années, ce qui la rend davantage dépendante des pays asiatiques pour son pétrole raffiné ([voir notre analyse](#)).

Dans ce contexte, la perspective d'une offre de pétrole contrainte pendant plusieurs mois et du maintien de prix élevés devrait entraîner une baisse de la consommation d'hydrocarbures. En 2022, un recul avait été observé à la suite d'une hausse des prix de forte ampleur. Cette baisse avait toutefois pris du temps. Par exemple, en France ou en Allemagne, les ménages avaient diminué leur consommation de carburant de près de 5%, mais après près de 18 mois ([graphique 5](#)). Le temps nécessaire pour que cette baisse de la consommation se matérialise et son ampleur relativement limitée montrent que les économies avancées sont vulnérables à un risque de pénurie. Ce dernier aurait un impact non linéaire sur la croissance et sur l'inflation : une récession surviendrait alors, cumulée à une inflation nettement plus conséquente.

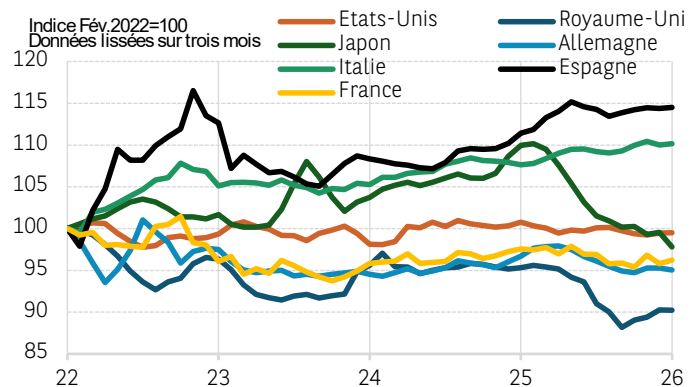
Un impact sur l'inflation, donc sur la consommation et la croissance

Le choc sur le prix des hydrocarbures a un impact immédiat sur l'inflation par une transmission plus que proportionnelle du prix plus élevé du Brent à la pompe (rôle du *crack spread*, [voir plus haut](#)).

Ainsi, le glissement annuel de l'inflation a généralement augmenté dans un intervalle compris entre 0,6 et 1pp en mars (sauf en Italie en raison du contrecoup favorable des J.O. d'hiver). Dans la plupart des cas, l'inflation dépasse la cible des banques centrales.

Pour l'heure, le choc de 2026 se limite au carburant. Il est moins étendu qu'en 2022, où l'inflation sous-jacente était déjà orientée à la hausse pour des raisons antérieures au choc énergétique dû au déclenche-

La baisse de la consommation de carburants est restée relative et a mis du temps à se manifester à la suite de la crise énergétique de 2022



GRAPHIQUE 5

SOURCES : STATISTIQUES NATIONALES, MACROBOND, BNP PARIBAS

ment de la guerre en Ukraine ([graphique 6](#)). Une remontée de l'inflation sous-jacente n'est pas observée à ce stade et ne devrait *a minima* pas intervenir dans les trois prochains mois (les enquêtes sur les prix de vente ne signalent pas de tensions accrues à cet horizon).

Par ailleurs, les salaires, autre élément décisif d'une boucle inflationniste, ont enregistré ces derniers mois une tendance à la décélération, ce qui constitue un élément important d'atténuation.

Toutefois, si la mécanique inflationniste ne semble pas enclenchée, son anticipation (à tort ou à raison) pourrait avoir plusieurs effets. Le premier est paradoxalement positif : les ménages et les entreprises peuvent souhaiter acquérir des biens tant que leur prix n'a pas encore augmenté, et revoir à la hausse leurs stocks d'intrants afin de parer à une pénurie ultérieure. Ce comportement, notable sur le carburant, par exemple en France, a, à notre sens, contribué à soutenir la croissance au 1^{er} trimestre ([voir notre EcoCharts du 20 avril 2026](#)).

Ce phénomène induit le risque d'un contrecoup le trimestre suivant, lequel serait accentué par une matérialisation de la diminution des intentions de dépenses. Si celle-ci est encore peu perceptible dans les enquêtes ménages de mars, elle pourrait survenir dans les prochains mois.

Un impact sur la croissance, essentiellement via le canal de la consommation des ménages

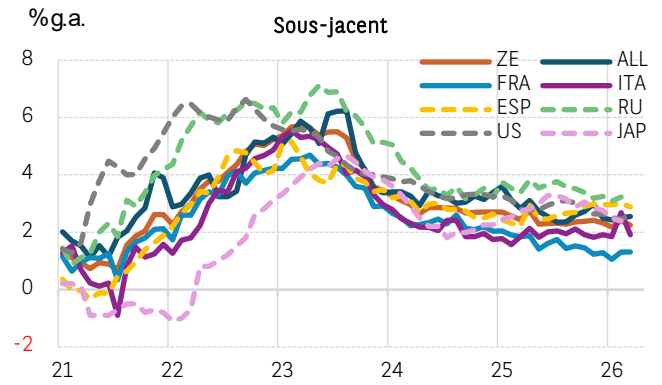
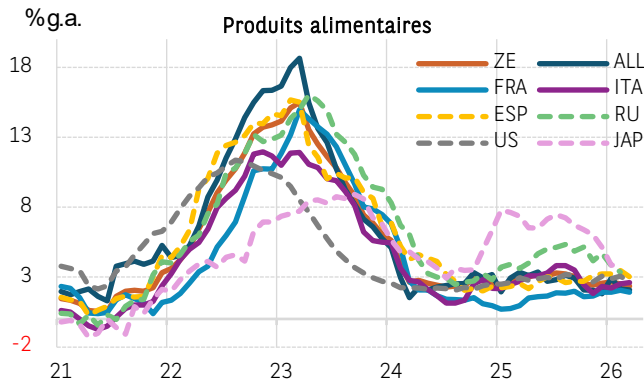
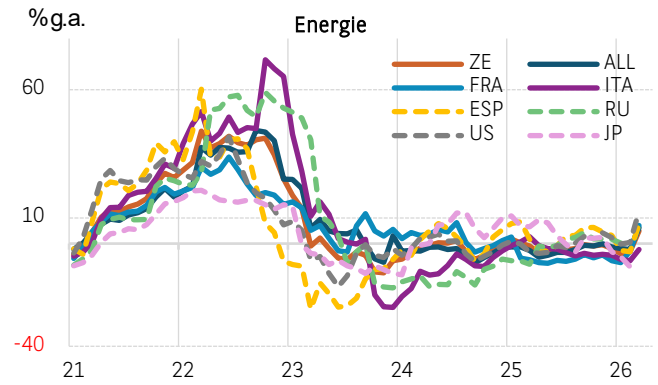
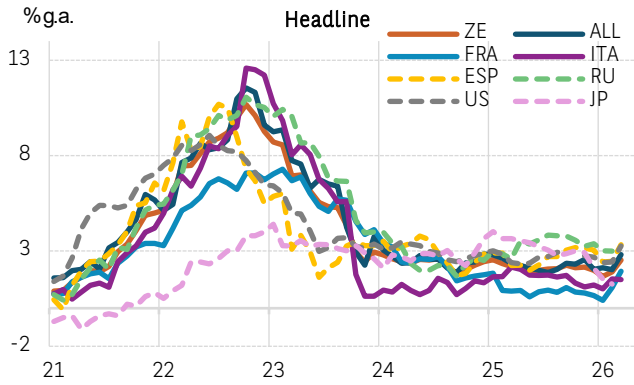
Les chocs inflationnistes exposent les ménages, qui renvoient à la baisse leur consommation lorsque leurs anticipations de prix rebondissent. En conséquence, leur appréciation de leur richesse financière se dégrade en raison de l'anticipation d'une baisse de leur pouvoir d'achat. Or, c'est ce comportement qui explique la majeure partie de l'impact d'un choc inflationniste sur la croissance.

Là encore, 2022 offre un point de comparaison intéressant. Notre étude sur la consommation en zone euro et aux États-Unis montre que la croissance de celle-ci a significativement ralenti post-Covid en zone euro alors qu'elle s'est largement maintenue aux États-Unis (par l'intermédiaire de l'effet richesse dont ont bénéficié les ménages américains).

Les comportements d'épargne ont été perturbés par la pandémie ([graphique 7](#)). Toutefois, le taux d'épargne des ménages est descendu en deçà de son niveau pré-Covid aux États-Unis. Les ménages les plus aisés ont pu utiliser le levier que constituait leur richesse financière pour s'endetter et continuer à consommer.



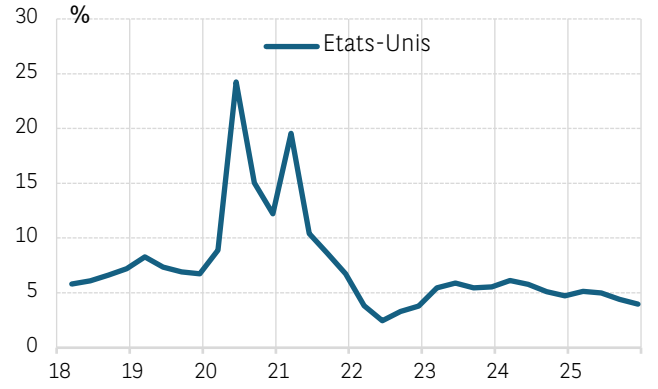
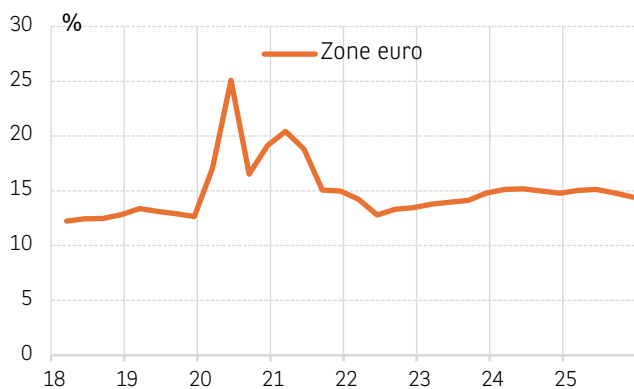
L'inflation énergétique a rebondi, mais la propagation aux autres composantes n'est pas encore visible



GRAPHIQUE 6

SOURCES : STATISTIQUES NATIONALES, BNP PARIBAS

Le taux d'épargne des ménages est supérieur à l'avant-Covid en zone euro et très en dessous de ce niveau aux États-Unis



GRAPHIQUE 7

SOURCES : BEA, EUROSTAT, BNP PARIBAS

En zone euro, *a contrario*, les ménages ont maintenu un taux d'épargne plus élevé. Ce niveau supérieur de l'épargne de précaution explique la moins bonne tenue de la consommation en Europe.

Le choc inflationniste de 2026 pourrait de nouveau affecter la consommation des ménages. Avant le déclenchement de la guerre en Iran, les intentions de dépense avaient rebondi en zone euro ([voir notre analyse](#)). Une accélération de la croissance de la consommation était donc envisageable. Le choc actuel remet cela en cause : l'augmentation plus modérée de la consommation priverait la croissance du PIB d'une contribution de l'ordre d'un quart de point en 2026, selon nos estimations.

Aux États-Unis, les ménages sont également vulnérables à une détérioration de leur pouvoir d'achat. Deux autres paramètres devraient compter : la situation du marché du travail et l'effet richesse lié aux marchés actions. Concernant l'emploi, le taux de chômage s'est stabilisé, mais la situation est peu propice à un dynamisme des salaires. En effet, il y a désormais davantage de demandeurs d'emplois que d'emplois vacants. L'effet richesse pourrait de nouveau servir d'amortisseur (même s'il est inégalement réparti, les moins aisés n'en bénéficiant pas), si la bonne tenue des marchés actions se confirmait et se prolongeait. Au global, si la croissance de la consommation des ménages (2,7% a/a en moyenne entre 2023 et 2025) pourrait être altérée, elle devrait se révéler plus résiliente que dans les autres économies avancées.

Au Japon, le choc énergétique pénaliserait la consommation des ménages par le biais de la perte de pouvoir d'achat associée, renforcée par la faiblesse du yen. Toutefois, le soutien de la politique budgétaire et celui de la croissance des salaires permettraient d'amortir ce choc. La confiance des ménages avait atteint en février 2026 un plus haut post-Covid et laissait entrevoir une accélération de la croissance de la consommation. Son repli notable en mars fragilise nettement ces perspectives.

Un impact ambivalent sur les secteurs d'activité et un appel d'air en faveur de l'électrification

La hausse des coûts de production devrait peser sur les entreprises, en particulier dans les secteurs fortement dépendants de l'énergie, que ce soit dans la production (industrie principalement) ou le transport (marchandises, passagers, commerce). Ainsi, nous estimons l'élasticité

suivante : une hausse du pétrole de 10 USD/bl pourrait amputer les marges des sociétés non financières de près de 0,3 pp en zone euro en moyenne (l'effet serait comparable en France). L'impact serait marqué dans le commerce (secteur en bout de chaîne qui n'a pas toujours la possibilité de répercuter les hausses de coûts sur le consommateur), ainsi que dans l'agroalimentaire (-0,7pp) ou le reste de l'industrie (-0,4pp). Il resterait plus modéré dans les services (hors transports).

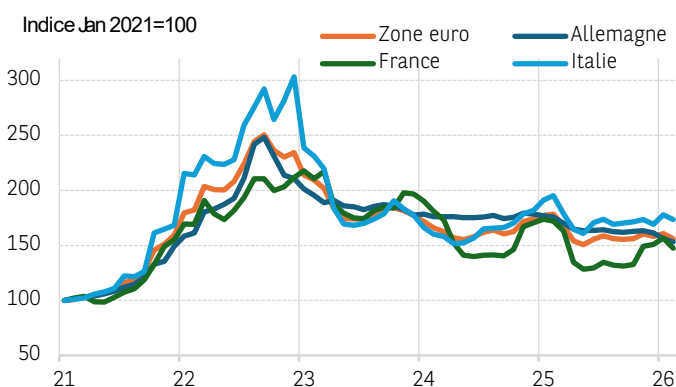
Ces élasticités sont à relativiser. En effet, les entreprises ont la capacité de s'adapter et d'absorber, au moins en partie, le choc. Nos analyses par pays suggèrent que les salaires progresseraient moins que l'inflation, ce qui permettrait de soutenir les marges des entreprises. Par ailleurs, certaines entreprises conservent une capacité à répercuter la hausse des coûts à leurs prix de vente, et ce d'autant plus facilement lorsque la demande est soutenue. Toutefois, le nombre de secteurs dans ce cas en 2026 est moindre qu'en 2022, compte tenu du moindre dynamisme global de la demande : cela concerne certains segments industriels, notamment les biens d'équipements électriques et électroniques, les matériels de transport ou encore l'armement. À l'inverse, les secteurs liés aux biens de consommation apparaissent moins à même de relever leurs prix de vente, la demande étant plus modérée qu'en 2022.

Pour l'industrie, la question du coût de l'énergie ne se limite pas au transport mais relève aussi de l'énergie utilisée pour produire (électricité ou gaz principalement). Elle concerne tout particulièrement les secteurs énergivores (chimie, métallurgie, plastiques, construction notamment). L'industrie européenne a subi un net désavantage compétitif en 2022, avec le renchérissement du prix de ces deux ressources. Les prix à la production de l'énergie, qui synthétisent ces impacts, avaient alors nettement augmenté ([graphique 8](#)) avant de refluer. Concernant le gaz, la hausse récente du prix a été plus limitée que celle du pétrole et qu'en 2022. En outre, le moindre recours au gaz dans la production d'électricité devrait réduire le risque à la hausse sur les prix à la production de l'énergie (sauf en Italie où le prix de l'électricité reste déterminé par celui du gaz 90% du temps). Ces risques ne peuvent toutefois être totalement écartés dans le cas du scénario plus adverse (notre scénario 4) dans le cadre duquel le prix du gaz rebondirait plus franchement.

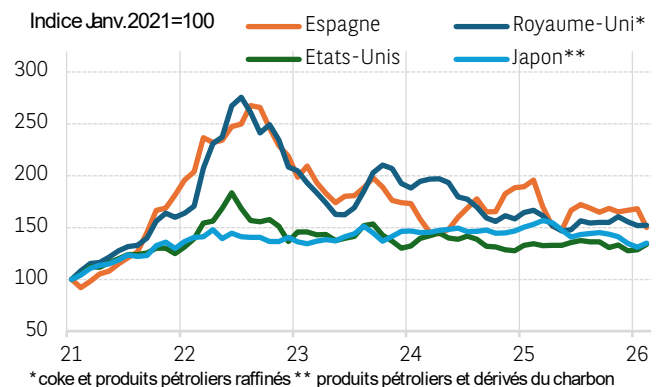
Un « moment » européen en faveur de l'électrification

Toute forte hausse du prix des carburants crée un signal de prix favorable à l'électrification des usages. En 2022, cette occasion a été largement manquée en Europe. Après un effet initial plutôt positif sur les

Après le pic de 2022, les prix à la production de l'énergie s'étaient stabilisés



GRAPHIQUE 8



* coke et produits pétroliers raffinés ** produits pétroliers et dérivés du charbon

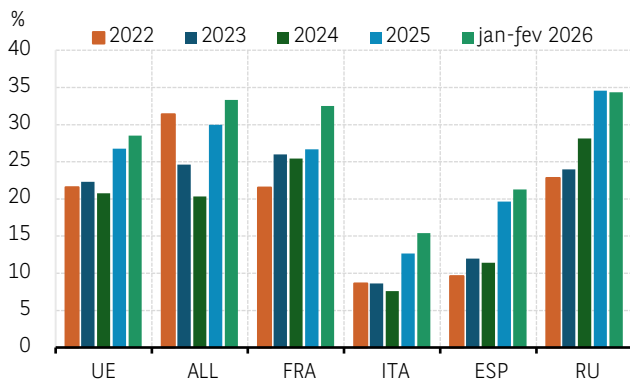
SOURCES : STATISTIQUES NATIONALES, BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

La part de l'électricité dans les immatriculations automobiles européennes devrait croître



GRAPHIQUE 9

SOURCES : ACEA, BNP PARIBAS

ventes de véhicules électriques, la mécanique s'est enrayée. En cause, notamment, la hausse concomitante du prix de l'électricité, tirée par celle du gaz en raison du système de tarification au coût de la dernière unité d'énergie utilisée (la plus chère), qui prévaut sur le marché de l'électricité européen. Le prix élevé des véhicules électriques, les incertitudes sur les choix technologiques, l'autonomie des batteries et l'insuffisance des infrastructures de recharge ont aussi joué. Le coup de grâce a été donné par la restriction des financements en faveur de la transition verte mis à disposition par les gouvernements, notamment en Allemagne ou en France (atténués afin de faciliter la consolidation budgétaire).

Par conséquent, l'Union européenne présente le paradoxe de bénéficier d'une électricité parmi les plus décarbonées au monde (les renouvelables et le nucléaire ont atteint 71% de la production en 2025), et d'avoir la part de l'électricité dans le mix énergétique la plus faible des grandes zones économiques, avec près de 21% en 2024 ([voir notre analyse](#)). C'est évidemment moins que la Chine, en avance sur l'électrification de sa flotte automobile ainsi que sur les énergies vertes, mais également que les États-Unis malgré une administration au pouvoir qui n'en fait pas une priorité.

Cette fois, les choses pourraient être différentes car les planètes s'alignent. La Commission européenne a notamment présenté une stratégie pour développer des mini-réacteurs nucléaires. Par ailleurs, les États membres ont progressé dans le déploiement des énergies renouvelables – en particulier en Espagne, mais aussi en Allemagne, aujourd'hui moins dépendante des énergies carbonées pour sa production d'électricité qu'en 2022. De son côté, la France vient de présenter une stratégie d'électrification, fondée en particulier sur un soutien à la rénovation énergétique des logements (financement accru de pompes à chaleur notamment) et à l'électrification accélérée de l'automobile (à laquelle les ménages et les entreprises semblent de plus en plus prêts à souscrire, cf. [graphique 9](#)).

Dans ce cadre, la hausse des prix de l'énergie pourrait accélérer l'électrification des usages et bénéficier à plusieurs secteurs : les équipements électriques, les énergies vertes (dont l'éolien que l'Europe produit davantage sur son sol que l'énergie solaire notamment), l'automobile et la rénovation des bâtiments.

Une politique budgétaire moins accommodante qu'en 2022, en raison du niveau de la dette publique et du rebond des taux d'intérêt

Les mesures budgétaires mises en place par les gouvernements des économies avancées pour faire face au choc énergétique provoqué par la guerre en Iran restent, à ce stade, globalement limitées. De fait, elles sont contraintes par des niveaux d'endettement élevés et des taux d'intérêt à long terme sensiblement supérieurs à ceux observés en 2022, dans un contexte d'inflation initialement plus modérée. La remontée des prix de l'énergie suscite néanmoins des pressions croissantes pour la mise en place d'un soutien public, mais sans déclencher à ce stade de réponse d'ampleur comparable à celle observée lors du précédent choc de 2022. Ce dernier avait donné lieu à des mesures de soutien d'une ampleur exceptionnelle en Europe (2,2% du PIB européen notamment selon la Commission), mais pas uniquement.

En Europe, une réponse coordonnée mais de faible intensité

Les institutions européennes (Conseil et Commission) appellent à des mesures coordonnées, temporaires et ciblées. Elles doivent permettre de contenir les effets de court terme de la hausse des prix de l'énergie, tout en préservant les incitations à l'investissement dans la transition énergétique. Cette ligne est également défendue par la BCE, soucieuse de limiter les effets de second tour de la hausse des prix de l'énergie.

Dans les faits, les initiatives restent essentiellement nationales et d'ampleur modérée. Plusieurs pays privilégient des ajustements fiscaux ou réglementaires ciblés sur les prix des carburants et de l'électricité :

- L'Italie a réactivé temporairement (jusqu'au 1^{er} mai) des mécanismes d'ajustement des accises sur les carburants et prolongé certains dispositifs de soutien aux secteurs les plus exposés (crédit d'impôt de 20% pour les entreprises agricoles particulièrement énergivores). Le coût de ces mesures est estimé à EUR 917 millions (la première phase ayant déjà mobilisé EUR 417 millions sur trois semaines et la deuxième devant mobiliser EUR 500 millions). Elles sont financées par des recettes supplémentaires de TVA et la vente des quotas carbone.

- Le gouvernement espagnol a approuvé un plan d'aide plus important de EUR 5 mds (0,3% du PIB) combinant une baisse de la fiscalité énergétique (dont la réduction de la TVA sur l'électricité de 21 à 10%) et des mesures de soutien sectoriels jusqu'à fin juin. Il envisage, comme l'Italie, d'augmenter ses importations de GNL en provenance d'Algérie.

- Le Portugal s'inscrit dans une logique de continuité en prolongeant ses dispositifs de réduction des taxes sur les carburants.

- La France et l'Allemagne adoptent une approche plus prudente. En France, les mesures nouvelles sont de l'ordre de EUR 400 millions. Elles ciblent les secteurs les plus exposés (transport de marchandises, agriculture, pêche) ainsi que 3 millions de ménages *via* des aides sur les carburants et des prêts, dans une logique de neutralité budgétaire excluant toute mesure généralisée. En parallèle, des mesures à venir en matière d'électrification, qui restent à détailler, s'inscrivent dans une dynamique plus large associant action publique et montée en puissance des investissements privés dans les équipements moins dépendants des énergies fossiles (hausse d'achats de véhicules électriques).



- En Allemagne, les autorités ont approuvé un plan d'allègement des coûts du carburant pour un montant de EUR 1,6 md. Il inclut notamment une réduction de la taxe sur l'essence (17 centimes par litre pendant deux mois) et une prime patronale non imposable de EUR 1 000 versée cette année. Des mesures complémentaires (taxe exceptionnelle sur les bénéfices des entreprises énergétiques ou renforcement des règles antitrust pour aider à contrôler la hausse des prix) sont encore à l'étude. Le gouvernement a également annoncé un renforcement de sa stratégie climatique avec un programme d'environ EUR 8 mds d'ici 2030 destiné à accélérer la décarbonation (notamment *via* le développement des énergies renouvelables, le soutien à l'électrification de l'industrie et des aides à l'achat de véhicules électriques).

Dans ce contexte, plusieurs États membres (Allemagne, Italie, Espagne, Portugal et Autriche) plaident pour taxer les profits exceptionnels des entreprises énergétiques dans la continuité des dispositifs introduits en 2022, afin de financer les mesures de soutien budgétaire sans dégrader davantage les finances publiques.

Au Royaume-Uni, un ciblage strict et un coût budgétaire marginal

Le soutien direct se limite à un fonds d'environ GBP 53 millions (environ 0,002% du PIB) destiné aux ménages les plus vulnérables dépendants du fioul pour le chauffage. Cette approche, qui contraste avec celle mise en œuvre en 2022 par son ampleur, s'accompagne du maintien du plafonnement régulé des prix de l'énergie et de la prolongation de la baisse des taxes sur les carburants jusqu'en septembre 2026. Parallèlement, les autorités poursuivent la mise en œuvre de mesures structurelles visant à réduire la dépendance énergétique des ménages (notamment *via* l'efficacité énergétique et l'électrification).

Aux États-Unis, une réponse centrée sur l'offre d'énergie

Les autorités ont assoupli certaines contraintes logistiques, notamment en facilitant le transport domestique d'hydrocarbures. Elles ont aussi adopté une approche plus flexible en matière de sanctions pour les pays producteurs de pétrole, tout en mobilisant les réserves stratégiques. En parallèle, des mesures plus ciblées sur les prix restent envisageables, comme une suspension temporaire des taxes fédérales sur l'essence dont le coût est estimé à environ USD 21 mds sur six mois. L'ensemble traduit une préférence pour des instruments d'un coût limité, dans un contexte marqué par des contraintes inflationnistes persistantes, mais également en raison d'une marge de manœuvre budgétaire limitée.

Au Japon : une stratégie plus interventionniste

Le Japon se distingue par une réponse plus proactive combinant libération de réserves de pétrole (de façon plus prononcée que dans les autres économies avancées), subventions pour la stabilisation des prix et possibles interventions sur le marché des changes (en cas de forte volatilité de la monnaie).

Partout, un moindre soutien qui s'explique par des marges de manœuvre beaucoup plus contraintes

La trajectoire des finances publiques serait affectée par les répercussions macroéconomiques et financières du choc (ralentissement de la croissance, hausse de l'inflation et des rendements obligataires). L'ampleur de ces effets est soumise à de forts aléas liés à l'évolution incertaine du conflit en Iran. En cas d'aggravation de ce dernier et de ses conséquences sur l'inflation, une réponse additionnelle de la part des gouvernements devrait s'accompagner de mesures d'économies afin de ne pas détériorer le niveau des déficits. Les marges de manœuvre sont, de fait, réduites.

À ce stade, nos estimations suggèrent en effet une arithmétique plus défavorable qu'en 2022 (la nette accélération de l'inflation avait alors permis de faire diminuer le ratio de dette publique sur PIB dans tous les pays) :

- L'inflation étant concentrée sur l'énergie (importée pour la plupart des pays, sauf les États-Unis), le PIB nominal ne devrait pas augmenter autant qu'en 2022. À l'époque, la hausse des prix avait été généralisée et avait donc davantage bénéficié au PIB et aux recettes fiscales. En 2026, le choc de prix provient d'une énergie importée qui représente une ponction sur le PIB (les importations sont retirées de la production afin de calculer le PIB). Cette ponction (et son impact sur la croissance) dégraderait les soldes budgétaires dans un intervalle compris entre 0,3 et 0,5 point de PIB selon les pays. Dans certains cas (France et Royaume-Uni), l'existence d'une marge de manœuvre budgétaire (grâce à une bonne surprise sur les déficits de 2025) permettrait d'absorber cet effet et de tenir les cibles de déficit pour 2026. En revanche, dans d'autres (Italie, États-Unis), les gouvernements semblent prêts à tolérer une augmentation de ce dernier.

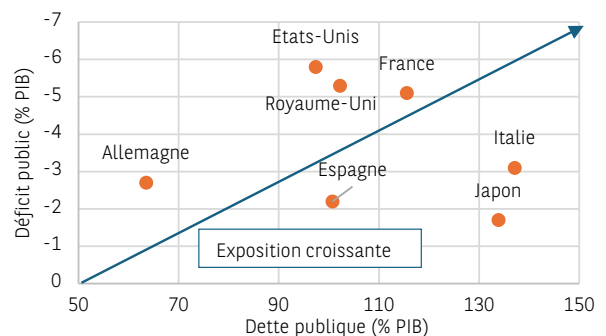
- Tous les pays vivent depuis quatre ans avec des taux d'intérêt plus élevés. Ces taux ont commencé à remonter en 2022 mais leur impact sur le service de la dette ne s'est pas fait ressentir dans l'immédiat en raison de la maturité moyenne élevée de ces dettes. Quatre ans plus tard, le taux d'intérêt apparent (moyen) sur la dette publique a commencé à remonter, le service de la dette également, pesant sur le niveau des déficits publics. La capacité des États à limiter ces derniers, et donc à stabiliser à terme leur ratio de dette publique, est donc contrainte.

Tous les pays ne sont toutefois pas exposés de la même manière

Les économies dont la dette est élevée, et le déficit déjà important, voient leurs marges de manœuvre particulièrement limitées et l'impact du choc amplifié (effet de la hausse des taux plus conséquent et prime de risque lorsque le niveau de dette est élevé). L'effet est encore plus important lorsqu'une partie de la dette est indexée sur l'inflation et que la maturité moyenne est courte.

Les États-Unis, la France et l'Italie partent d'une position déjà dégradée, avec des dettes publiques élevées (respectivement 97,4 %, 115,6 % et 137,1 % du PIB fin 2025) et des déficits importants (5,8 %, 5,1 % et 3,1 %). Cela les rend plus vulnérables à une hausse de la charge d'intérêts et à un ralentissement de la croissance.

Une exposition accrue des États-Unis, du Royaume-Uni, de la France et l'Italie face au choc



GRAPHIQUE 10

SOURCES : STATISTIQUES NATIONALES, MACROBOND, BNP PARIBAS



A contrario, l'Allemagne bénéficie d'une situation plus confortable, avec une dette limitée (à 63,5 % du PIB fin 2025) et un déficit contenu (2,7 %). Sur la structure de la dette, le Royaume-Uni et le Japon se distinguent par des maturités moyennes longues (14 ans et 9,5 ans respectivement), tandis que les États-Unis, la France, l'Allemagne et l'Italie affichent des maturités plus courtes (entre 5 et 8 ans environ). Le Royaume-Uni est le plus sensible à l'inflation avec une part de dette indexée d'environ 24 %, contre 8 à 13 % environ en France, en Italie et aux États-Unis et moins de 3 % en Allemagne et au Japon.

Nos prévisions concernant la dette publique ne sont toutefois modifiées qu'à la marge à ce stade. La hausse récente des taux d'intérêt sur les marchés financiers n'a fait que rapprocher ces derniers de nos prévisions. En revanche, l'accélération de l'inflation n'entraînerait une hausse du service de la dette (en raison des obligations indexées) qu'en 2026, et dans une moindre mesure en 2027, avec un effet additionnel sur le ratio de dette publique limité à un intervalle compris entre 0,1 pp et 0,3pp.

Dans ce contexte, quel rôle peut jouer la politique monétaire ?

Les banques centrales doivent, pour la plupart, garantir un objectif de stabilité des prix à moyen terme. Elles ne sont donc pas tenues de réagir à une remontée de l'inflation due à une augmentation des prix de l'énergie si celui-ci reste transitoire (et, comme en 2018, ne se diffuse pas à d'autres postes).

De plus, la politique monétaire n'est pas aussi efficace pour juguler l'inflation dans un contexte de tensions sur l'offre qu'elle ne l'est en cas d'excès de demande.

- Dans les économies européennes (zone euro et Royaume-Uni), la demande est nettement moins dynamique qu'en 2022 et les gouvernements ne semblent pas autant enclins à la soutenir. Si des effets de second tour devaient conduire l'inflation au-delà de la cible de la BCE

ou de la BoE (c'est déjà le cas pour cette dernière), alors les banques centrales devraient tout de même réagir, d'autant plus si la composante sous-jacente est concernée. C'est ce qui finirait par survenir dans nos deux scénarios les plus probables (scénarios 3 et 4). La prochaine décision des banques centrales devrait donc être une hausse de taux. Toutefois, le timing de cette décision reste incertain. En zone euro, l'inflation est restée limitée, pour l'heure, aux prix de l'énergie et elle ne devrait pas se diffuser au T2. La BoE pourrait être la première à agir car elle n'était pas encore parvenue à ramener l'inflation à sa cible au moment du déclenchement du conflit en Iran.

- Pour la BoJ, la logique est différente : l'environnement actuel ne fait que renforcer son biais à la hausse, dans un mouvement de normalisation de sa politique monétaire encore graduel. Cette normalisation pourrait accélérer si le gouvernement mettait à exécution ses promesses de politique budgétaire expansionniste, en raison du soutien à la demande et à l'inflation que cela générerait.

- Le cas le plus incertain est finalement la Fed. C'est aux États-Unis que la demande continue d'alimenter le plus l'inflation. Mais le mandat de la Fed est dual, ce qui crée par nature des risques dans les deux directions. Notre scénario privilégie la stabilité du taux directeur mais une surprise marquée, sur l'inflation (à la hausse) ou sur l'emploi (à la baisse), pourrait rapidement conduire la Fed à sortir de sa neutralité. C'est ce qu'elle a fait entre septembre et décembre 2025 lorsque les risques baissiers sur l'emploi se sont accrus. Aujourd'hui, elle s'inquiète autant des risques pesant sur l'inflation que de ceux pesant sur l'emploi. Une ambiguïté et une incertitude tout sauf neutres dans un monde où, malgré un recul relatif du poids du dollar, les taux d'intérêt fixés par la principale banque centrale du monde conservent la faculté d'entraîner avec eux les taux d'intérêt longs des autres pays.

**Par l'équipe Économies avancées
avec l'aide de Maëlys Biot (stagiaire)**



RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

Isabelle Mateos y Lago Cheffe économiste Groupe	+33 1 87 74 01 97	isabelle.mateosyago@bnpparibas.com
Hélène Baudchon Cheffe économiste adjointe, Resp. de la recherche macroéconomique	+33 1 58 16 03 63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Stéphane Alby Maghreb, Moyen-Orient	+33 1 42 98 02 04	stephane.alby@bnpparibas.com
Lucie Barette Europe, Allemagne, Italie, Espagne	+33 1 87 74 02 08	lucie.barette@bnpparibas.com
Anis Bensaidani États-Unis, Japon	+33 1 87 74 01 51	anis.bensaidani@bnpparibas.com
Céline Choulet Économie bancaire	+33 1 43 16 95 54	celine.choulet@bnpparibas.com
Stéphane Colliac Responsable de l'équipe Économies Avancées – France	+33 1 42 98 26 77	stephane.colliac@bnpparibas.com
Guillaume Derrien Europe, Zone euro – Commerce international	+33 1 55 77 71 89	guillaume.a.derrien@bnpparibas.com
Pascal Devaux Moyen-Orient, Balkans occidentaux – Énergie	+33 1 43 16 95 51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Hélène Drouot Amérique latine	+33 1 42 98 33 00	helene.drouot@bnpparibas.com
François Faure Responsable du Risque pays – Turquie – Argentine	+33 1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Salim Hammad Responsable de l'équipe Data et analytique – Brésil	+33 1 42 98 74 26	salim.hammad@bnpparibas.com
Thomas Humblot Économie bancaire	+33 1 40 14 30 77	thomas.humblot@bnpparibas.com
Cynthia Kalasopatan Antoine Europe centrale, Ukraine	+33 1 53 31 59 32	cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com
Johanna Melka Asie	+33 1 58 16 05 84	johanna.melka@bnpparibas.com
Marianne Mueller Europe, Royaume-Uni, Portugal, Grèce	+33 1 40 14 48 11	marianne.mueller@bnpparibas.com
Christine Peltier Responsable de l'équipe Économies émergentes – Asie	+33 1 42 98 56 27	christine.peltier@bnpparibas.com
Lucas Plé Afrique subsaharienne, Colombie, Amérique centrale	+33 1 40 14 50 18	lucas.ple@bnpparibas.com
Jean-Luc Proutat Responsable des Projections économiques	+33 1 58 16 73 32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Laurent Quignon Responsable de l'équipe Économie bancaire	+33 1 42 98 56 54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Tarik Rharrab Data scientist	+33 1 43 16 95 56	tarik.rharrab@bnpparibas.com
Mickaëlle Fils Marie-Luce Contact media	+33 1 42 98 48 59	mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

ECOINSIGHT

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

ECOPERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principales économies, développées et émergentes

ECOFFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies développées

ECOCHARTS

Panorama mensuel des dynamiques d'inflation au sein des principales économies développées

ECOTV

Quel est l'évènement du mois ?
La réponse dans vos quatre minutes d'économie

EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT
voir le site des études économiques

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN
voir la page **linkedin** des études économiques

OU TWITTER

voir la page **twitter** des études économiques



Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de déterminer une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

BNP Paribas est constituée en France sous forme de société anonyme, et agréée et supervisée en tant qu'établissement de crédit par la Banque centrale européenne (BCE) et en tant que prestataire de services d'investissement par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) et l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

Pour les avertissements par pays (Etats-Unis, Canada, Royaume-Uni, Allemagne, Belgique, Irlande, Italie, Pays-Bas, Portugal, Espagne, Suisse, Brésil, Turquie, Israël, Bahreïn, Afrique du Sud, Australie, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Japon, Malaisie, Singapour, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Vietnam) veuillez consulter le document suivant :

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ÉCONOMIQUES**



Bulletin publié par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas - www.economic-research.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Jean Lemierre
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change