

Guerre au Moyen-Orient : Les ondes de choc s'amplifient

Le conflit en Iran s'est aggravé ces derniers jours avec des frappes plus nombreuses visant les installations pétro-gazières (des deux côtés). L'impact sur les cours des matières premières énergétiques s'est donc renforcé. Une désescalade relativement rapide du conflit est peu probable, tandis que la perspective d'une aggravation du conflit et de ses effets macroéconomiques (plus d'inflation, moins de croissance) grandit. Les banques centrales en ont pris acte cette semaine mais elles attendent d'avoir plus de visibilité sur la suite des événements pour décider comment réagir. Les marchés, eux aussi, se montrent plus prudents et anticipent des politiques des banques centrales plus restrictives qu'antérieurement prévu sur le reste de l'année. Nous aussi.

Nouveaux scénarios

Depuis notre publication du 6 mars ([« Guerre au Moyen-Orient : premier bilan des dégâts macroéconomiques »](#)), nous avons fait évoluer nos scénarios. Ils reflètent les développements à ce jour et les évolutions possibles du conflit pour appréhender les conséquences pour la croissance et l'inflation de ces situations en comparaison avec notre scénario macroéconomique pré-guerre :

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 au prochain 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 USD 15 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.

Depuis le 17 mars, les attaques contre des installations gazières stratégiques pour l'Iran et le Qatar signalent une nouvelle étape dans l'intensité et la durée des perturbations sur le marché des hydrocarbures. Le scénario d'une reprise de la circulation dans le détroit d'Ormuz est peu probable à court terme, même si la mobilisation internationale pour permettre la reprise du trafic prend de l'ampleur. Le blocage persistant du détroit et la destruction physique d'installations pétro-gazières stratégiques perturbent non seulement les flux mais aussi désormais la production et l'offre disponible sur les marchés. Dans ce contexte, la période de prix élevés du pétrole et du gaz risque de durer plusieurs mois.

Dans notre scénario intermédiaire n°3, les prix du Brent (68 USD/baril en moyenne en 2025) atteindraient un peu plus de 80 USD/b en moyenne en 2026 et resteraient proches de ce niveau en 2027. Selon l'évolution la plus défavorable (scénario n°4), les prix du Brent atteindraient 100 USD/b en moyenne en 2026 avant de se replier autour de 80 USD/b en 2027. Les cours du gaz sur le marché européen (référence TTF à 35,3 EUR/MWh en moyenne en 2025) atteindraient en moyenne environ 49 EUR/MWh en 2026 et 2027 dans le scénario intermédiaire. En revanche, le scénario très défavorable impliquerait des tensions persistantes sur le gaz européen, notamment pendant la période pré-hivernale de reconstitution des stocks. Dans ce cas, les cours atteindraient environ 70 EUR/MWh en moyenne en 2026 et 61 EUR/MWh en moyenne en 2027.

Les effets sur l'inflation s'étendront au-delà de la simple accélération déjà observée sur les prix des carburants en mars. Des effets de second tour (hausse de l'inflation sous-jacente) sont dès lors probables et entraîneraient un coût en termes de croissance et une réaction probable des banques centrales. Dans certains pays (en particulier en Asie), l'impact négatif sur l'activité sera essentiellement dû aux ruptures d'approvisionnement en hydrocarbures (ou aggravé par elles).

Prix de l'énergie et propagation à d'autres prix : où en est-on ?

Marché du pétrole : les contraintes d'offre se resserrent malgré les efforts pour les atténuer

En temps normal, le volume de pétrole brut transitant par le détroit d'Ormuz est de 15 millions de baril par jour (20mb/j) en ajoutant les produits raffinés). Le blocage actuel du détroit a entraîné des arrêts de production avec la saturation progressive des capacités

de stockage. Depuis le début du conflit, on estime que la réduction de la production de pétrole brut est équivalente à 8mb/j, soit plus de la moitié du total pré-guerre.

Des voies de transit alternatives existent mais ne permettent de contourner que partiellement le problème. L'oléoduc "Est-Ouest" saoudien a une capacité de 7 mb/j, mais celle du terminal de Yanbu n'est que de 4,5 mb/j. Une autre voie alternative a été ouverte : l'oléoduc Bakou-Ceyhan, mais ses capacités sont limitées (environ 0,25 mb/j). Le 12 mars, les sanctions sur le pétrole brut russe ont été levées par les États-Unis pour un mois (cela ne concerne que les stocks flottants ou *oil on water*, soit environ 130 millions de barils).

La réduction des stocks stratégiques est une autre source d'approvisionnement du marché pétrolier. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) a annoncé la mise sur le marché de 400 millions de barils de pétrole issus des stocks stratégiques de ses 32 pays membres. Les États-Unis fournissent la majorité des stocks mis sur le marché avec 172 millions de barils de pétrole brut. L'Europe prévoit de mettre à disposition 107,5 millions de barils avec une majorité de pétrole raffiné (68% du total). Il s'agit d'un montant historique (après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'AIE avait mis sur le marché 182,7 millions de barils). Théoriquement, cette réduction des stocks permettrait d'approvisionner le marché pendant 115 jours à un rythme de 3,5 mb/j. Néanmoins, il subsiste de nombreuses incertitudes (rythme, géographie, nature des produits remis sur le marché).

Pour le moment, ces alternatives ne suffisent pas à éviter une augmentation des prix du pétrole. Le baril de Brent a atteint 116 USD le 19 mars, soit une hausse de 60% depuis le début du conflit et de 16% depuis une semaine. Les marchés continuent cependant de parier sur une sortie relativement rapide de la crise. En effet, la courbe des contrats futurs est assez fortement pentue avec l'échéance de février 2027 s'établissant à 83 dollars US. Depuis le début du conflit, nous observons par ailleurs un écart croissant entre le prix du baril de Brent et celui des barils physiques sur certains marchés. Ainsi, l'écart de prix entre le baril d'Oman et celui de Brent a atteint 55 USD/b le 19 mars (le cours du baril d'Oman était à 167 USD/b au 19 mars). Des tensions sur le marché des produits raffinés commencent également à apparaître, entraînant des hausses de prix significatives. Depuis le début du conflit, sur le marché américain, les cours de l'essence et du kérosène ont augmenté de plus de 50%, celui du diesel de 65%, tandis que celui du fioul a crû de 85%.

Marché du gaz : une tension moindre mais qui devrait durer

Depuis le début du mois, le Qatar n'est plus en mesure d'assurer ses exportations de GNL (environ 20% de la production mondiale), en raison de la fermeture du détroit d'Ormuz dans un premier temps et depuis la fermeture du site de Ras Laffan – le plus grand site d'exportations de GNL au monde – le 2 mars, par précaution après une attaque de drone. Ces perturbations devraient se prolonger : les dégâts causés sur les infrastructures de Ras Laffan après les nouvelles attaques du 19 mars nécessiteront 3 à 5 ans de réparation avant de revenir à l'état pré-conflit selon QatarEnergy (+/- 17% de la capacité de production du Qatar a été affecté). L'Asie étant la principale destination des exportations qataries, le cours du JKM (marché asiatique du GNL) a augmenté de 96% depuis le début du conflit.

Étant donné le lien entre les marchés asiatiques et européens (les arbitrages sont possibles entre les deux régions), le prix du gaz européen a lui aussi fortement augmenté. Le TTF est en hausse de 108% depuis fin février et de 30% depuis une semaine. Néanmoins, le cours actuel du TTF (66 EUR/MWh) reste à un niveau très inférieur à celui atteint durant la crise de 2022 (le TTF avait atteint 134 EUR/MWh en moyenne sur l'année avec un pic à 240 EUR/MWh en août 2022). Cependant, le début de la période de reconstitution des stocks de gaz européens à partir du deuxième trimestre soutiendra la hausse du prix.

Plusieurs facteurs permettront toutefois de contenir cette hausse : la sortie de l'hiver en Europe réduit les besoins en gaz des pays européens ; le Golfe représente moins de 10% des importations européennes de GNL. Pour le moment, les risques d'approvisionnement pour le marché européen sont donc limités.

La forte hausse du prix du gaz incite les producteurs d'électricité à le remplacer par le charbon quand cela est possible (surtout en Asie, plus marginalement en Europe). Depuis le début du conflit, les cours du charbon ont crû de 25%.

Autres marchés critiques : un risque de diffusion rapide

Les tensions sur les prix des hydrocarbures se diffusent déjà aux engrais et pourraient rapidement affecter les prix des denrées alimentaires. Le gaz naturel est un intrant essentiel à la production d'engrais (tels que l'ammoniac et l'urée). Or, environ un tiers de l'offre mondiale d'engrais transite par le détroit d'Ormuz. Les ruptures d'approvisionnement, d'une part, et la hausse du prix du gaz, d'autre part, se diffusent déjà aux prix mondiaux des engrais. Ils pourraient se répercuter rapidement sur l'ensemble de la chaîne de production agricole et sur les prix des denrées alimentaires. Parmi les principaux pays émergents, la Thaïlande, l'Inde et les Philippines, ainsi que la Hongrie, sont les plus vulnérables à la hausse combinée des prix de l'énergie et de l'alimentation, qui représentent plus de 30% du panier de référence du consommateur (dont 8% à 13% pour l'énergie). Les effets de contagion du choc énergétique sur le secteur agricole (hausse des prix, risque de pénurie) pourraient également alimenter des risques socio-politiques. L'Inde est particulièrement vulnérable de ce point de vue.

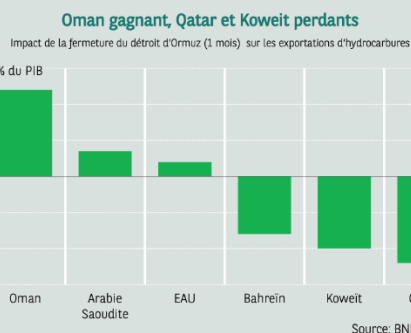
L'aluminium et l'hélium sont également exposés à une possible rupture d'approvisionnement. Le Moyen-Orient représente 9% de la production mondiale d'aluminium. Le Qatar fournit 30% de celle d'hélium. Il s'agit d'un gaz indispensable à l'industrie des semi-conducteurs et non substituable. Des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement du secteur de l'électronique sont donc probables

Choc pour les pays du Golfe : premières estimations

Malgré des progrès en termes de diversification de l'économie ces dernières années, le secteur des hydrocarbures représente en moyenne 28% du PIB de la région, 62% des recettes gouvernementales, et plus des 2/3 des recettes d'exportations (voire 80% pour le Koweït ou le Qatar). Hormis Oman, seuls l'Arabie Saoudite et les Émirats Arabes Unis (EAU) ont la capacité de contourner le détroit d'Ormuz pour leurs exportations, mais pour des quantités limitées (environ 50% des capacités d'exportation pour les EAU et 60-65% pour l'Arabie Saoudite). L'envolée des cours mondiaux du pétrole devraient ainsi compenser la baisse des exportations en volume mais des degrés divers : impact significatif pour Oman, limité pour l'Arabie Saoudite et les EAU.

En revanche, la baisse des exportations pour Bahreïn, le Koweït et le Qatar seront significatives. L'intégralité des exportations d'hydrocarbures de ces pays transitant par le détroit d'Ormuz, chaque mois de fermeture génère des pertes annuelles d'exportations équivalentes à, respectivement, 1,6% du PIB, 2% et 2,4%.

Les risques sur ce scénario sont élevés car il suppose l'absence de dégâts majeurs sur des infrastructures pétrolières ou portuaires. L'accès par la mer Rouge au port saoudien de Yanbu est également vulnérable aux attaques en provenance du Yémen.



Risques de ruptures d'approvisionnement en hydrocarbures dans les pays émergents : l'Asie et l'Afrique en première ligne

L'Asie est particulièrement exposée aux ruptures d'approvisionnement dues à l'interruption du trafic de tankers dans le détroit d'Ormuz et aux dommages subis par les installations pétrolières et gazières dans le Golfe :

1/ Les pays asiatiques, à l'exception de la Malaisie, sont d'importants importateurs nets de pétrole et de gaz (cf. graphique). Leurs importations nettes représentent jusqu'à 4% à 6% du PIB pour la Thaïlande, la Corée du Sud, Singapour, Taïwan et les pays les plus pauvres d'Asie du Sud.

2/ Ces pays dépendent tout particulièrement de la région du Golfe et du détroit d'Ormuz : en moyenne, on estime que les pays du Golfe fournissent environ un tiers de l'approvisionnement en pétrole de l'Asie et un quart pour le gaz naturel.

Concernant le gaz, l'Inde et le Pakistan sont les pays asiatiques les plus vulnérables aux ruptures d'approvisionnement (en 2024, 77% du gaz importé provenait du Moyen-Orient). Néanmoins, contrairement au Pakistan, l'Inde peut substituer le charbon au gaz pour produire de l'électricité.

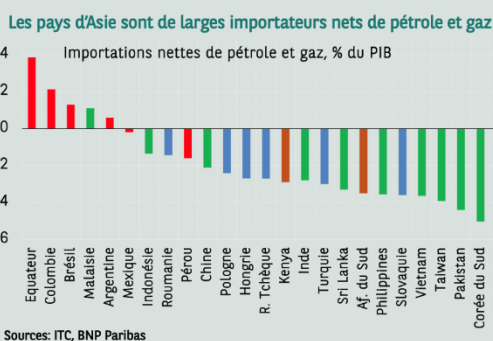
Pour les pays d'Asie du Sud-Est, les sources d'approvisionnement en gaz sont plus diversifiées : l'Indonésie importe 68% de son gaz des États-Unis, les Philippines et la Thaïlande importent leur gaz d'autres pays asiatiques ou d'Afrique ; le Vietnam importe du gaz du Moyen-Orient, d'Asie et des États-Unis. L'Indonésie dispose d'un atout majeur : puisqu'elle produit du charbon et dispose des installations nécessaires pour substituer le gaz par le charbon. Enfin, la Corée du Sud et Taïwan sont très dépendants des importations de GNL (elles ne produisent pas de gaz et n'en importent pas par gazoduc) et le Golfe représente respectivement 20% et 27% de leurs importations de gaz. Les réserves stratégiques de gaz naturel de Taïwan dépassent le niveau minimal légal, mais ce seul ne représente que onze jours de consommation. Concernant la Corée du Sud, ses stocks couvriraient au moins 43 jours de consommation. **Au-delà, des pénuries de gaz pourraient fortement ralentir la production dans ces pays.** Concernant le pétrole, le Vietnam et l'Indonésie sont parmi les pays les plus vulnérables aux perturbations dans l'approvisionnement car leurs stocks ne couvrent pas 30 jours. Les pays d'Asie du Sud-Est ont déjà mis en place des mesures pour réduire la consommation de carburant (télétravail en Thaïlande, aux Philippines et au Vietnam).

La **Chine** est très dépendante des importations de pétrole et de gaz du Moyen-Orient (Iran : 11% de son pétrole brut ; pétrole transporté via le détroit d'Ormuz : 33% de ses besoins en pétrole brut ; GNL qatari : environ 15% de ses importations en gaz). Cependant, la Chine a renforcé sa « sécurité nationale » ces dernières années et augmenté ses réserves stratégiques. Les réserves de pétrole brut sont estimées à 1,2 md de barils, soit 3,4 mois d'importations. De plus, la Chine aurait suspendu ses exportations de produits raffinés (environ 8% de sa production nationale). Pour le gaz, ses réserves couvriraient au moins six semaines de consommation et elle pourrait se tourner vers d'autres sources (importations par gazoduc, production nationale). La Chine peut également augmenter ses importations de charbon indonésien.

Les pays d'**Afrique australe et de l'Est** sont également particulièrement exposés au risque de rupture d'approvisionnement puisque le Moyen-Orient est leur premier fournisseur de pétrole et de gaz. En Afrique du Sud, 36% des importations de pétrole et de gaz proviennent directement des pays impactés par la fermeture du détroit d'Ormuz (54% avec Oman). Au Kenya, cette part monte à 60% (70% avec Oman). Le risque de pénurie est d'autant plus élevé que les pays d'Afrique subsaharienne ne disposent pas de réserves stratégiques de pétrole, à l'exception de l'Afrique du Sud (il détient 8 millions de barils de pétrole brut, soit moins de trois semaines de consommation domestique). En Europe, c'est la Turquie qui est la plus affectée par les ruptures d'approvisionnement, l'Iran fournissant 15% de sa consommation de GNL.

En **Europe centrale**, dans l'ensemble, la dépendance énergétique (pétrole et gaz) vis-à-vis du Moyen-Orient est modeste, à l'exception de la Pologne. Le pays se ravitaile en pétrole brut, principalement auprès de l'Arabie saoudite (50% des importations de pétrole brut, le reste provenant de la Norvège (environ 30%) et des États-Unis (7%)), tandis qu'environ 10% de ses importations de gaz proviennent du Qatar. La Hongrie et la Slovaquie dépendent, quant à elles, principalement de la Russie pour leurs importations de pétrole et de gaz. Ces deux pays ont brièvement suscité quelques inquiétudes mais les risques d'un choc d'approvisionnement en pétrole tendent à se dissiper. L'Ukraine s'est engagée à réparer la section de l'oléoduc Droujba sévèrement endommagé fin janvier avec l'aide financière de l'UE. La situation dans la région reste donc gérable. Les pays d'Europe centrale disposent de réserves stratégiques confortables représentant environ 90 jours d'approvisionnement (conformément aux recommandations de l'UE).

En **Amérique latine**, les approvisionnements en énergie en provenance du Golfe ne représentent qu'une petite part du total : 13% des importations totales de pétrole pour l'Argentine et le Brésil, 8% pour l'Uruguay et pratiquement rien pour les autres économies de la région. De plus, plusieurs grandes économies - Argentine, Brésil, Colombie et Équateur - sont exportateurs nets d'énergie. Ils profiteront donc de la hausse des cours mondiaux du pétrole (termes de l'échange, recettes d'exportation et rentrées fiscales).



Réactions adverses mais plutôt modestes des marchés financiers

Économies avancées : Les marchés boursiers ont enregistré, jusqu'à présent, une baisse relativement modérée. Le recul a été toutefois plus prononcé en Europe, qui est plus vulnérable à un choc énergétique, qu'aux États-Unis. L'indice MSCI Europe a ainsi enregistré une baisse de 7,9% depuis le début du conflit (contre un recul de 4,0% pour le S&P500, cf. graphique 2). L'indice DXY du dollar est remonté d'environ 1,7% au cours de la même période, se renforçant ainsi vis-à-vis des principales devises du G7 (cf. graphique 3). Les taux obligataires à 10 ans ont grimpé de 30 pb (États-Unis, Allemagne, France) à 40 pb (Italie, Royaume-Uni), tandis que les taux japonais ont repris 15 pb.

Pour les économies avancées, si ces augmentations peuvent paraître encore relativement contenues, elles s'ajoutent toutefois aux hausses constatées en 2025. En zone euro, elles ont conduit les taux longs à dépasser les pics observés fin 2023, à la suite du choc inflationniste de 2022-23, et à retrouver des plus hauts plus observés depuis 2010 ou 2011 (selon les cas).

Économies émergentes : Le conflit a conduit à des tensions modérées sur les taux d'intérêt domestiques (cf. graphique 3). Les pays les plus affectés sont l'Afrique du Sud, les Philippines, le Pakistan, les pays d'Europe centrale et, surtout, la Turquie. Pour ce dernier pays, les rendements des obligations d'État à 5 ans ont augmenté de 330 pb depuis le 27 février, reflétant une prime d'inflation *a priori* plus forte que pour les autres pays émergents. Les primes de risque ont peu réagi (avec une hausse le plus souvent inférieure à 15 pb). Les devises émergentes résistent également pour le moment. Depuis le 27 février, peu de devises se sont dépréciées de plus de 5%, la plus forte baisse étant celle de la livre égyptienne (-8,1%). Le forint hongrois s'est déprécié de 3,3% contre l'euro et 5,4% contre le dollar. En Asie, les devises qui ont enregistré les plus fortes dépréciations contre le dollar US sont le baht thaïlandais, le won coréen et le peso philippin (entre -5,1% et -3,5%). Le yuan chinois s'est déprécié de moins de 0,5% contre le dollar, interrompant le mouvement d'appréciation observé depuis le début de 2026. Les roupies indienne et indonésienne, comme le ringgit malaisien, restent solides jusqu'à présent mais les tensions sur la roupie indienne tendent à augmenter. Les monnaies latino-américaines ont bien résisté.

Ces différences de réaction des marchés s'expliquent largement par les degrés de vulnérabilité au choc énergétique très variables d'un pays à l'autre (compte tenu du degré de dépendance aux importations d'hydrocarbures en provenance du Moyen-Orient, de la capacité à importer du pétrole de Russie et à substituer du gaz importé par du charbon, etc.). De même, l'évolution des Bourses au Moyen-Orient reflète le degré de vulnérabilité des pays aux conséquences du conflit : la place de Dubaï est la plus touchée (-15% depuis le 27 février), tandis que celles de l'Arabie Saoudite et d'Oman résistent beaucoup mieux.

Revue des marchés

	variation, %					
	20/03/2026	1 jour	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
S&P500	6506.5	-1.5	-1.9	-5.8	-5.0	+14.9
Nasdaq Composite	21647.6	-2.0	-2.1	-5.4	-6.9	+22.4
Euro STOXX 50	5501.28	-1.9	-3.8	-10.3	-5.0	+0.9
CAC40	7665.62	-2.0	-3.1	-10.0	-5.9	-5.3
Euro STOXX Banks	235.02	-1.8	-2.6	-13.6	-10.7	+21.7
BNP Paribas	82.13	-1.9	-3.3	-13.3	+1.7	+3.9
Nikkei 225*	53372.53	-2.8	-2.0	-7.1	+6.0	+41.4
Hang Seng Index	25277.32	-3.4	-0.7	-4.3	-1.4	+4.4

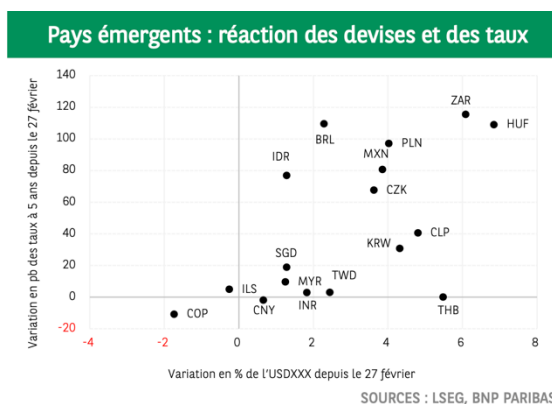
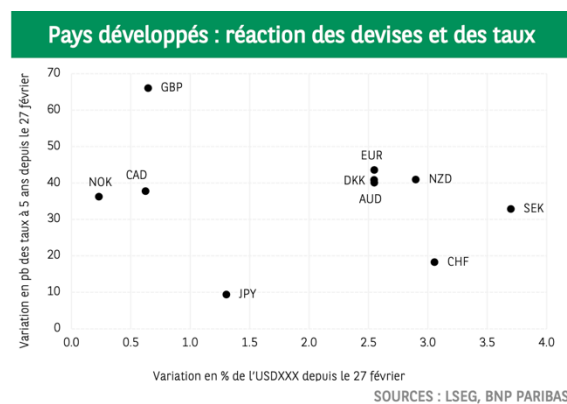
* 19/03/2026

	en bp					
	20/03/2026	1 jour	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
OAT 10 ans (%)	3.76	+11.3	+8.2	+45.5	+19.1	+27.4
Bund 10 ans (%)	3.04	+8.1	+6.0	+30.6	+18.8	+26.3
US Tr. 10 ans (%)	4.38	+13.0	+10.3	+29.7	+21.3	+14.3
JGB 10 ans (%)	2.28	+5.8	+8.9	+12.7	+21.1	+76.1
Gilt 10 ans (%)	4.99	+15.1	+17.1	+64.1	+51.5	+34.8

	variation, %					
	20/03/2026	1 jour	1 semaine	1 mois	Cumul annuel	1 an
EURUSD	1.16	-0.1	+1.4	-1.8	-1.5	+6.6
Indice DXY	99.65	+0.4	-0.7	+1.9	+1.3	-4.0
Brent (\$/baril)	112.19	+3.3	+8.8	+56.3	+84.4	+55.8
Prix du TTF (€/MWh)	59.26	-4.2	+18.2	+85.0	+101.0	+35.6

Source: Bloomberg, BNP Paribas

Évolution des marchés depuis le début du conflit en Iran



GRAPHIQUE 3

Plus d'inflation et des banques centrales sur leurs gardes

États-Unis

Les derniers développements confirment, voire entérinent, une trajectoire haussière de l'inflation par rapport aux perspectives initiales. Les prochains chiffres CPI reflèteront d'ores et déjà l'impact direct et immédiat du renchérissement du prix de détail de l'essence (+31% en 2026 YTD, +25% depuis la semaine du début de l'intervention en Iran). Les **risques sont donc clairement orientés à la hausse**, notamment en cas de matérialisation du scénario 4, sous lequel l'inflation *headline* pourrait excéder +4,0% a/a dès le T2 2026.

Lors de sa dernière réunion, la Fed a révisé à la hausse ses prévisions d'inflation pour 2026, mais de façon encore relativement contenue et sous l'hypothèse implicite d'un choc temporaire, Jerome Powell affirmant qu'il était "trop tôt pour connaître" les répercussions de la guerre en Iran sur l'inflation américaine. L'estimation médiane du PCE pour 2026 a été réhaussée à 2,7% contre 2,4% lors des projections de décembre, tandis que la prévision pour 2027 a été réhaussée de 0,1 point de pourcentage à 2,2%. À ce stade, la Fed anticipe encore un retour de l'inflation vers la cible des 2% dans un horizon assez proche. L'estimation du niveau

de long terme du taux directeur a également été légèrement relevée (3,1%, +0,1pp). Comme pour la BCE, la Fed se laisse du temps pour évaluer les effets de la guerre sur les dynamiques inflationnistes. Les deux banques se montreront plus réactives si besoin lors de leur prochaine réunion en avril.

À ce stade, nous anticipons toujours un maintien de la cible des *Fed Funds* à 3,5% - 3,75% tout au long de 2026 et 2027. En effet, si le *Summary of Economic Projections* du T1 2026 maintient la médiane d'une baisse cette année, Jerome Powell a pris quelques distances et a rappelé que cette baisse était conditionnée à un reflux de l'inflation, reflux qui, désormais, ne devrait pas avoir lieu. La fonction de réaction de la Fed demeure toutefois déséquilibrée en faveur de la composante « emploi maximal » du mandat dual, et le communiqué de la réunion de mars du FOMC maintient la référence à de potentiels « ajustements additionnels » (i.e. au-delà des baisses déjà implémentées).

Ainsi, **toute décision de la Fed d'augmenter son taux directeur dépend selon nous de plusieurs conditions ou effets en chaîne.** Il faudrait non seulement que le scénario le plus sévère (n°4) se matérialise sur le prix du pétrole, que cela occasionne une transmission rapide et significative à l'inflation sous-jacente par effets de second tour, mais aussi que la croissance se montre suffisamment résiliente malgré cela. En effet, si les risques pour l'emploi grandissaient, cela constituerait un obstacle au resserrement.

Zone euro

Un accroissement de près de 0,6pp de l'inflation (glissement annuel) semble d'ores et déjà acté au mois de mars étant donné la hausse des prix du carburant (l'inflation atteindrait ainsi 2,5% a/a, contre 1,9% dans notre scénario pré-conflit).

Comme attendu, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés en mars mais elle a d'ores et déjà intégré dans ses nouvelles projections macroéconomiques des effets notables sur la croissance et l'inflation en 2026 consécutifs à la remontée des cours de l'énergie. Le nouveau scénario central intègre un choc de prix limité, qui se résorberait assez rapidement, avec un repli rapide des prix de l'énergie dès le T3. À ce stade, la BCE anticipe donc un retour à la cible de 2% en 2027. Mais ces scénarios apparaissent déjà difficilement réalisables. Les scénarios alternatifs présentés par la BCE, qui ne sont pas totalement comparables aux nôtres, auraient des implications plus sévères et pérennes sur l'inflation que nos scénarios, du fait des destructions de capacités de production énergétiques en Iran (dans ce scénario, le baril de Brent atteindrait USD 145 et le TTF EUR106/MWh au T2 2026 et déboucherait sur une inflation *headline* en zone euro de 4,4% en 2026 et 4,8% en 2027). Pour la zone euro, nous prévoyons que les scénarios 1 et 2 entraîneraient un rebond temporaire de l'inflation (autour de 4% en glissement annuel fin 2026) mais pas de tensions à la hausse à plus long terme avec une convergence progressive vers la cible des 2% au cours l'année 2027. En revanche le scénario le plus sévère pousserait l'inflation vers un pic à 6% et un maintien de l'inflation très au-dessus de la cible en 2027.

Dans ce contexte, nous avons modifié notre scénario des taux de la BCE : nous prévoyons désormais trois hausses consécutives de 25 pb des taux directeurs en juin, juillet et septembre.

Royaume-Uni

Le retour de l'inflation à la cible cette année est remis en cause. L'économie apparaît d'autant plus exposée au choc énergétique qu'elle part d'un niveau d'inflation déjà élevé (3% en glissement annuel en janvier). Si le ralentissement du marché du travail et un écart de production négatif pourraient limiter les effets de second tour, l'impact sur les prix du pétrole des dégâts causés aux infrastructures énergétiques ont déjà conduit la Banque d'Angleterre (BoE) à relever ses projections d'inflation à court terme (désormais attendue à 3% au T2, contre 2,1% en février, et à 3,5% au T3). Alors qu'une baisse de taux était envisageable avant le déclenchement de la guerre, la BoE a maintenu son taux directeur à 3,75% en mars. Cette décision unanime de ses neuf membres reflète un durcissement de ton visant à éviter tout désancrage des anticipations d'inflation. Si elle privilégie pour l'instant l'attentisme face à l'évolution de la situation, elle n'exclut aucun scénario quant à l'orientation future de sa politique monétaire, y compris un éventuel resserrement, la maîtrise de l'inflation demeurant prioritaire. De notre côté, sur les quatre scénarios envisagés, aucun ne prévoit un retour à la trajectoire d'avant-crise (deux baisses de taux en 2026) et deux incluent, au contraire, de nouvelles hausses. Nous voyons donc une probabilité élevée de hausses de taux cette année, peut-être dès le mois d'avril. Les marchés, quant à eux, s'attendent à plus de 2 hausses de taux.

Japon

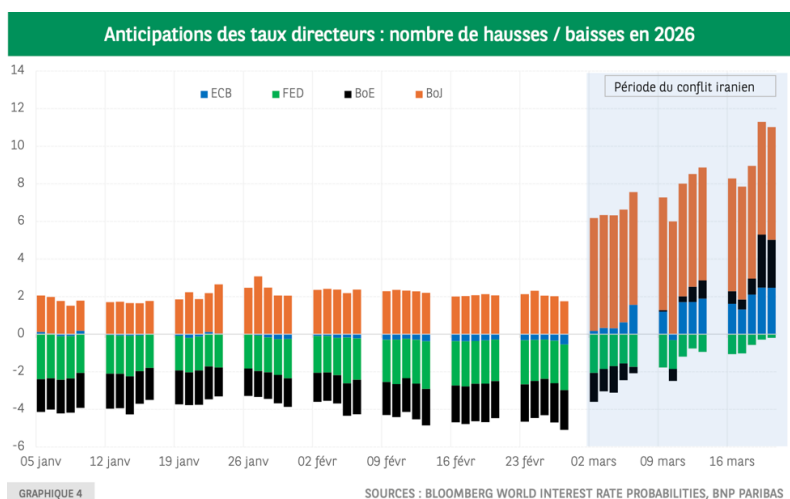
La réunion de mars de la Banque centrale (BoJ) a confirmé les perspectives initiales, à savoir que les hausses de taux d'intérêt devraient se poursuivre. Le biais haussier apparaît préservé, mais le rythme pourrait être encore moins rapide que prévu. Le comité est en attente d'informations supplémentaires pour réévaluer la balance des risques. Le scénario central de la BoJ, que nous partageons, indique un rebond de l'inflation sous-jacente au cours de l'année après un reflux au S1 2026 (lié à des effets de base et au subventionnement de l'énergie). Les risques entourant ledit scénario sont principalement haussiers du fait du choc énergétique. Selon Kazuo Ueda, le président de la BoJ, la poursuite des hausses de taux est possible même en cas de pression baissière sur l'activité liée au choc sur les prix de l'énergie. Mais cela dépendra de son caractère temporaire, ou non, et de son impact sur l'inflation sous-jacente. Kazuo Ueda a également évoqué une plus grande capacité des entreprises à répercuter les hausses de coûts et la nécessité d'être attentif à la question du USD/JPY, deux indices en faveur du biais haussier. Les anticipations de marchés n'ont pas matériellement évolué depuis le déclenchement de la guerre en Iran, demeurant sur une hausse d'ici à la réunion de juillet et 70-90% de probabilité d'une seconde hausse d'ici à la fin 2026. Nous anticipons pour notre part que la prochaine hausse de taux aura lieu dès la réunion d'avril.

Pays émergents : Un surcroît d'inflation est attendu dans tous les cas, mais il serait d'une ampleur variable. Certains facteurs accentueront l'impact : répercussion directe importante de la hausse des prix mondiaux de l'énergie sur les indices de prix nationaux (la part de l'énergie dans les indices des prix à la consommation des pays émergents est généralement élevée, jusqu'à 13%) et effets de diffusion à d'autres matières premières (les risques d'une propagation aux prix agricoles augmentent rapidement). D'autres facteurs limitent, en revanche, l'impact sur l'inflation pour le moment : évolution des taux de change contre le dollar US (les monnaies

résistent bien depuis le 27 février), position dans le cycle (les économies émergentes ne sont pas en situation de surchauffe), existence de subventions et d'autres mécanismes d'atténuation de la hausse des prix de l'énergie pour les ménages et les entreprises.

Depuis le début de la guerre, les banques centrales qui se sont réunies n'ont pas augmenté leurs taux : les autorités monétaires en Malaisie et à Taiwan ont laissé les taux directeurs inchangés, dans un contexte d'inflation basse (respectivement 1,5% et 1,2% en g.a. sur les deux premiers mois de 2026) ; la banque centrale indonésienne a laissé ses taux inchangés en dépit de l'accélération des pressions inflationnistes (+4,8% en g.a. en février). Au Brésil, la banque centrale a amorcé son cycle d'assouplissement monétaire, comme prévu avant la guerre (avec une baisse du taux Selic toutefois moins forte que prévu, de 25pb). En Afrique du Sud, la baisse de taux qui était attendue en mars devrait être repoussée. L'inflation avait commencé à augmenter avant le conflit en Inde (+3,2% en g.a. en février) et aux Philippines (+2,3%), mais les banques centrales de ces deux pays ne devraient pas augmenter leurs taux directeurs à très court terme. De même au Chili, Pérou et Mexique, elles ont déjà atteint la fin de leur cycle d'assouplissement, et il est probable qu'elles préfèrent maintenir leurs taux inchangés lors de leurs prochaines réunions.

En Europe centrale, les perspectives d'un assouplissement modéré initialement prévu en Pologne et en Hongrie se sont largement atténuées. L'inflation était revenue à l'objectif cible des banques centrales en Hongrie, en Pologne et en République tchèque depuis plusieurs mois. Cependant, une réaccélération de l'inflation est attendue dès mars ; les prix à la pompe affichent déjà une hausse sensible (de +1,2% en Slovaquie à +12,8% en Pologne pour l'essence). En Roumanie, la hausse est également notable (+11,1%, avec un prix équivalant au pic observé en 2022). En Hongrie, le plafonnement des prix à la pompe n'empêche pas une augmentation de 6,8% pour l'essence et de 7,1% pour le diesel par rapport au prix observé avant le conflit au Moyen-Orient. La Hongrie apparaît comme le pays le plus exposé aux pressions inflationnistes dans la région : d'une part, le poste « alimentation » pèse lourd (plus de 20%) dans le panier des ménages et, d'autre part, le forint hongrois connaît des épisodes de volatilité.



Les réactions des gouvernements sont limitées pour l'heure

Les réactions budgétaires des économies avancées restent à ce stade limitées, contraintes par des niveaux d'endettement élevés et des taux longs supérieurs à ceux de 2022, dans un contexte où le niveau d'inflation est bien plus modéré qu'à l'époque. Néanmoins, la durée et l'ampleur des hausses des prix de l'énergie accroissent la pression politique.

En Europe, le Conseil européen a souligné la nécessité d'une réponse coordonnée et a invité la Commission à présenter sans délai une série de mesures temporaires ciblées visant : i/ à faire face aux récentes flambées des prix des combustibles fossiles importés et à prendre des mesures concrètes pour réduire les prix de l'électricité et remédier à la volatilité excessive à court terme, y compris pour les secteurs à forte intensité énergétique, en tenant compte des situations différentes dans les États membres ; ii/ à travailler en étroite collaboration avec les États membres afin de concevoir des mesures nationales, temporaires et ciblées, permettant d'atténuer les impacts significatifs des combustibles et des composantes de coûts connexes sur les coûts de production d'électricité, ainsi que l'impact de toutes les autres composantes de coûts, tout en préservant les signaux d'investissement à long terme, en soutenant l'accélération de la production d'énergie renouvelable et à faible intensité de carbone, et en garantissant des conditions de concurrence équitables au sein du marché intérieur.

La BCE, de son côté, a également appelé à ce que toutes mesures budgétaires soient "temporaires, ciblées et sur-mesure". Pour l'heure, outre la libération de stocks stratégiques, dans le cadre de l'initiative de l'AIE, seules l'Italie et l'Espagne ont mis en place de nouvelles mesures. En Italie, le gouvernement a approuvé le retour temporaire, pendant une durée de 20 jours, d'accises mobiles et des contrôles des prix des carburants ; il souhaite également à terme taxer les bénéfices supplémentaires réalisés par les entreprises énergétiques. Le gouvernement espagnol a quant à lui approuvé un plan d'aide de EUR 5mds comprenant 80 mesures, dont une réduction de la TVA sur l'électricité de 21 à 10% et des suppressions d'autres taxes sur l'énergie. Il envisage aussi d'augmenter ses importations de GNL en provenance d'Algérie. Le Portugal a prolongé un dispositif exceptionnel préexistant de réduction des taxes sur le carburant. De son côté, l'Allemagne souhaite limiter à une par jour les hausses de prix à la pompe et engager une surveillance accrue de ces derniers. Le gouvernement allemand examine également l'instauration d'une taxe sur les bénéfices exceptionnels des compagnies pétrolières, pour capter une partie des gains et financer des mesures d'aides aux consommateurs (notamment augmenter les indemnités de transport). La France envisage de plafonner les marges des détaillants

de carburants. Enfin, la Grèce a annoncé vouloir plafonner les marges bénéficiaires sur le carburant et les produits de grande consommation pour une durée de trois mois.

Le **Royaume-Uni** met en place un soutien très ciblé (GBP 53 millions pour les ménages vulnérables), au coût budgétaire négligeable et très inférieur à 2022, en cohérence avec son objectif de consolidation. Aux **États-Unis**, les mesures incluent la suspension des restrictions imposées aux navires étrangers pour le transport de marchandises entre les ports américains pour les navires transportant des hydrocarbures et des matières premières, et l'assouplissement de sanctions économiques sur le pétrole (Russie, Venezuela, prochainement Iran). Enfin, le **Japon** se distingue par une action plus proactive combinant libération de réserves pétrolières, subventions pour stabiliser les prix de l'essence et possibilité d'intervention sur le marché des changes en cas de forte volatilité du JPY. Au total, ce soutien budgétaire limité n'amortirait que partiellement le choc négatif sur la demande, tout en atténuant également quelque peu l'effet désinflationniste, ce qui tend à compliquer la fonction de réaction des banques centrales.

Dans les **pays émergents**, davantage de gouvernements agissent avec l'introduction ou le renforcement de subventions ou de mécanismes visant à atténuer l'impact du choc énergétique sur les ménages (Hongrie, Croatie, Turquie, Indonésie, Taiwan, Corée du sud, Vietnam, Chine). Le gouvernement hongrois a notamment dès le 10 mars 2026 plafonné les prix des carburants (réservé aux véhicules immatriculés en Hongrie). La taxe sur les produits pétroliers a été également réduite, mais elle représente un manque à gagner en termes de recettes fiscales et devrait aggraver le déficit budgétaire cette année (-5,5% du PIB).

Économies avancées : comparaison avec 2022

Sur le front de l'inflation, de fortes tensions sur les prix sont apparues dès 2021 en raison de la reprise post-Covid (rebond de la demande, perturbation des chaînes d'approvisionnement liée notamment au confinement prolongé en Chine). Une hausse des prix du gaz résultant de la baisse progressive des livraisons russes était venue s'y ajouter. Cela avait débouché dès janvier 2022 sur une inflation *headline* à 5,1% a/a en zone euro et 7,6% aux États-Unis, hausse que le déclenchement de la guerre en Ukraine est venu accentuer. L'inflation harmonisée *headline* en zone euro a atteint son pic en octobre 2022 (10,6% a/a), le sous-jacent en mars 2023 (5,7%). Nos trois scénarios d'inflation restent, à ce stade, plus modérés qu'en 2022.

Sur le plan budgétaire, les gouvernements des principales économies avancées avaient déployé en 2022 des mesures de soutien d'une ampleur exceptionnelle ; la plus coûteuse étant la mise en place de subventions directes sur les prix de l'énergie, qui avait pris la forme de plafonnements ou de réductions des prix du gaz et de l'électricité (*energy price guarantee* au Royaume-Uni, réduction de TVA en Italie et en Allemagne, bouclier tarifaire en France, « exception ibérique » en Espagne). Des réductions de taxes sur les carburants avaient été également introduites (France, Espagne), ainsi que des transferts directs aux ménages (chèque énergie en France, versement de 300 euros aux salariés en Allemagne). Aux États-Unis, les principales actions avaient ciblé l'offre, avec notamment le volet énergétique de l'*Inflation Reduction Act (2022)*, pour les investissements à long terme dans la transition énergétique, les ménages et les entreprises. La réponse actuelle est donc en comparaison beaucoup plus restreinte (à ce jour, seules des mesures de limitation des hausses de prix à la pompe ont été annoncées en Allemagne et au Japon), tandis que le Royaume-Uni a débloqué une enveloppe de £53 millions pour les ménages qui se chauffent au fioul domestique.

Sur le plan monétaire, la réponse des banques centrales au choc de 2022 intervenait dans un contexte d'inflation déjà élevée que la Fed et la BCE qualifiaient néanmoins de « transitoire ». Contrairement à aujourd'hui, les taux directeurs étaient au plancher après un nouvel assouplissement pour atténuer le choc de la Covid-19. De plus, dans le cas des États-Unis, la demande était suffisamment forte pour que la Fed se permette de chercher à provoquer un ralentissement à des fins de rééquilibrage avec l'offre. L'accélération brutale de l'inflation à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine a forcé les banques centrales à réagir agressivement. Ainsi, la Fed remontera au total ses taux de 550 pb entre mars 2022 et juillet 2023, la BCE de 450 pb entre juillet 2022 et septembre 2023.

Le cycle monétaire est globalement moins accommodant aujourd'hui, et ce nettement, offrant aux banques centrales un meilleur positionnement initial et, donc, un meilleur contrôle pour juguler d'éventuels effets de second tour.

Conclusion

Les semaines à venir seront déterminantes pour évaluer l'impact de cette guerre. Les points à surveiller, au-delà des développements sur le terrain et sur les prix de l'énergie, concerneront spécifiquement :

- L'ampleur des effets de second tour et l'apparition éventuelle de goulets d'étranglement sur les autres marchés de matières premières ;
- L'évolution des anticipations des entreprises sur leurs prix de vente face à la hausse de leurs coûts de production et à la compression de leurs marges ;
- La propagation éventuelle d'un choc d'offre à un choc de demande, qui pourrait s'observer en premier lieu dans l'évolution des indicateurs de confiance (enquêtes de confiance des ménages, indice PMI) et à moyen terme sur l'évolution des salaires ;
- Les répercussions du conflit sur d'autres segments de l'économie (finances publiques, crédit privés) et sur les marchés financiers.

Achévé de rédiger le 20 mars 2026

Auteurs : équipes Économies avancées (contact : stephane.colliac@bnpparibas.com), Économies émergentes (contact : christine.peltier@bnpparibas.com) et Risque pays (contact : françois.faure@bnpparibas.com)

Graphiques : Tarik Rharrab