

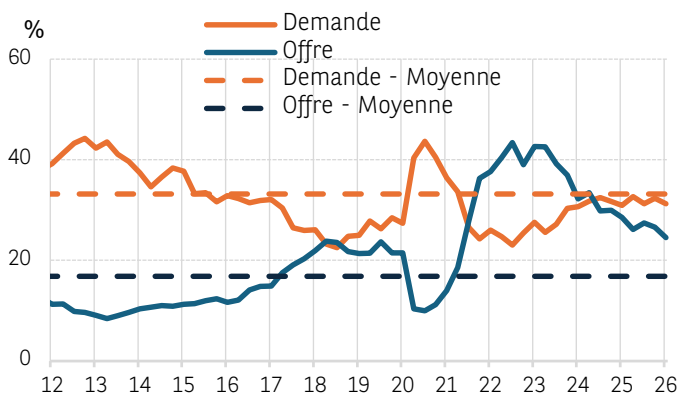
## MOINS DYNAMIQUE QU'EN 2022, LA DEMANDE NE DEVRAIT PAS ALIMENTER L'INFLATION EN ZONE EURO ET AUX ÉTATS-UNIS

Stéphane Colliac

Un contexte différent engendrera-t-il des impacts différents ? Autrement dit, une demande moins dynamique et des contraintes d'offre plus modérées, en 2026 par rapport à 2022, permettront-elles de limiter l'accélération de l'inflation ? Après avoir illustré l'impact du choc énergétique causé par la guerre au Moyen-Orient sur 6 variables d'intérêt en zone euro ([voir ici](#)), nous procédons maintenant à une nouvelle comparaison entre ces deux dates, avec cette fois le niveau relatif des problématiques d'offre et de demande. En zone euro, le moindre dynamisme de la demande a permis un reflux de l'inflation plus prononcé, au contraire des États-Unis, où l'une – et donc l'autre également – sont restées plus soutenues. Dans les deux zones, les enquêtes de climat des affaires ont récemment montré la détérioration d'une partie des indicateurs liés à l'offre (prix payés), tandis que les indicateurs de demande portent encore peu de traces du choc. Cette asymétrie devrait conduire l'inflation à la hausse dans les prochains mois, mais dans une ampleur qui, à ce stade, apparaît devoir être inférieure à 2022.

En zone euro, les contraintes de demande pèsent davantage sur la production, mais les contraintes d'offre restent significatives

PROPORTION DES ENTREPRISES INDIQUANT QUE LA DEMANDE OU L'OFFRE LIMITENT LEUR PRODUCTION

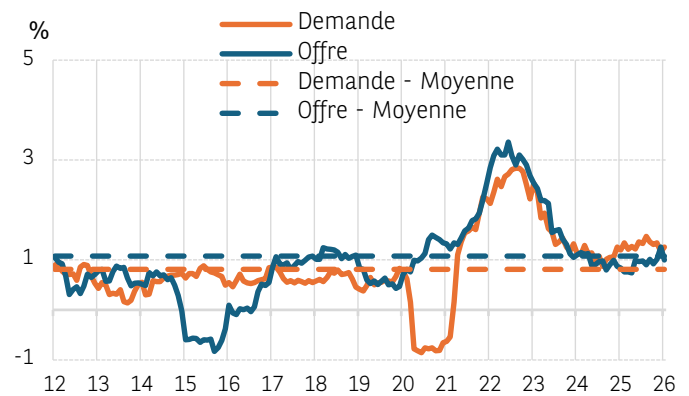


GRAPHIQUE 1

SOURCES : DG ECFIN, BNP PARIBAS

Aux États-Unis, la demande contribue davantage à l'inflation PCE que l'offre

CONTRIBUTIONS DE LA DEMANDE ET DE L'OFFRE À L'INFLATION



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BEA, BNP PARIBAS

En zone euro, la demande joue à la baisse sur l'inflation, contrairement à 2022. L'enquête de la Commission européenne permet de jauger l'intensité avec laquelle le manque d'offre (pénuries d'intrants ou de main-d'œuvre, qui conduisent l'inflation à la hausse) ou de demande (qui limite l'inflation) pèsent sur la production des entreprises. L'augmentation des contraintes d'offre et la diminution des contraintes de demande, typiques de la période post-Covid, ont été deux contributeurs à l'accélération de l'inflation à l'époque (10,6% a/a à son pic en octobre 2022). L'état de ces contraintes en janvier 2026 permet un optimisme prudent ([voir graphique 1](#)). Le manque de demande pèse davantage que l'offre depuis mi-2024 et les contraintes liées à cette dernière ont continué de refluer. Ce mouvement a accompagné le retour de l'inflation à la cible de 2% de la BCE. Pas en deçà, toutefois, car malgré leur baisse, les contraintes d'offre demeurent nettement plus élevées qu'en moyenne historique. De plus, alors que l'inflation harmonisée a augmenté de 0,6pp à 2,5% a/a en mars (à ce stade, uniquement en raison de la hausse du prix des carburants), le conflit en Iran pourrait bien engendrer une remontée de ces contraintes, comme l'indique la hausse des indices de prix des intrants des enquêtes de climat des affaires. Ces mêmes enquêtes ne témoignent pas d'une transmission de ces tensions aux prix de vente à l'horizon de la fin du T2, mais celle-ci pourrait bien intervenir à terme, ce qui laisserait alors présager un rebond de l'inflation sous-jacente.

Aux États-Unis, la demande contribue davantage à l'inflation, mais moins qu'en 2022. Faute d'une enquête du même type que celle de la Commission européenne, nous utilisons une méthode différente pour comparer le rôle de l'offre et de la demande ([voir graphique 2](#)) : nous observons les contributions directes de l'offre et de la demande à la dynamique de l'inflation sur la base d'une décomposition entre ces deux facteurs, fournie par le *Bureau of Economic Analysis* ([selon une méthodologie développée par A. Shapiro, de la Fed de San Francisco](#)). Bien que nettement inférieure à 2022, la contribution de l'offre à l'inflation n'est pas résiduelle et joue à peu près autant qu'en 2018-19. Ces contraintes semblent même avoir légèrement réaugmenté depuis l'augmentation des droits de douane par l'administration Trump et devraient encore croître avec le rebond récent des prix des intrants et des délais de livraison. La contribution de la demande à l'inflation reste plus importante, en lien avec la résilience de la consommation (et sa surperformance post-Covid, [voir notre analyse](#)). Toutefois, cette dynamique se modère depuis quelques mois, sur fond de détérioration du marché du travail.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

**L'inflation augmenterait en raison de contraintes d'offre accrues, avant un reflux.** Dans les deux régions, la guerre en Iran devrait entraîner un rebond des contraintes d'offre, probablement plus limité qu'en 2022. Pour autant, elles devraient tirer l'inflation à la hausse tandis que les effets négatifs du conflit en termes de demande mettraient davantage de temps à se manifester, tout comme leurs effets désinflationnistes.

**Stéphane Colliac**  
stephane.colliac@bnpparibas.com



# 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. Le détail ...

## ECOWEEK

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

## ECOPULSE

Baromètre mensuel des indicateurs conjoncturels des principales économies de l'OCDE

## 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

**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 mentionnées 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 <https://globalmarkets.bnpparibas.com>.

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 :

[https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets\\_360\\_Country\\_Specific\\_Notices.pdf](https://economic-research.bnpparibas.com/LegalNotice/Markets_360_Country_Specific_Notices.pdf)

© BNP Paribas (2025). Tous droits réservés.

Pour vous abonner à nos publications :

ÉTUDES **ÉCO**NOMIQUES



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](http://www.group.bnpparibas) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemerrie  
Directrice de la rédaction : Isabelle Mateos y Lago



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change