

QUATRE BANQUES CENTRALES ET AUTANT DE NUANCES DE STATU QUO

Sans surprise, la Banque du Japon (BoJ), la Réserve fédérale américaine (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE) n'ont pas modifié leurs taux directeurs lors de leurs réunions d'avril. Malgré la similarité de ces décisions, il est possible de classer ces banques centrales selon leur biais, plus ou moins favorable, en faveur d'une remontée des taux à un horizon proche : la BCE part en tête, suivie de près par la BoJ et la BoE, la Fed étant hors concours. Si le choc énergétique actuel de type stagflationniste (moins de croissance et plus d'inflation) les concerne toutes, le dilemme n'est pas le même pour chacune d'elles. Les États-Unis souffrent certes d'une inflation plus élevée mais ils bénéficient aussi, et surtout, d'une croissance plus élevée, qui serait plus affectée ailleurs. Toutefois, dans l'hypothèse d'une normalisation graduelle de la situation au Moyen-Orient, la fonction de réaction de chaque banque centrale nous amène à anticiper une hausse de taux de 25 points de base (pb) en juin pour la BCE, la BoE et la BoJ, mais un nouveau *statu quo* de la Fed (avec un risque faible mais en hausse qu'elle se joigne au mouvement).

QUATRE NUANCES DE STATU QUO

Nous basons notre comparaison sur le nombre de votes dissidents, la tonalité du communiqué et de la conférence de presse, la caractérisation de la politique monétaire et la présentation de la situation et des perspectives économiques¹ du pays. La BCE présente selon nous le biais le plus affirmé en faveur d'un resserrement monétaire. Le *statu quo* d'avril (le seul des quatre décidé à l'unanimité) se justifiait par le manque d'informations suffisantes pour agir dès maintenant, mais aussi parce que le durcissement en cours des conditions de crédit fait déjà une partie du travail. Il s'est toutefois accompagné d'une discussion sur l'opportunité d'une hausse de taux. Si la présidente Christine Lagarde s'est gardée de tout engagement formel, rappelant son approche reposant sur les données au gré des réunions, un signal clair a tout de même été envoyé en faveur d'une hausse des taux en juin à moins d'un changement brutal des conditions.

La BoJ se distingue de ses pairs avec un *statu quo* difficile à expliquer au regard de la situation macroéconomique du pays (économie proche du plein-emploi, inflation supérieure à 2% et taux d'intérêt réels encore négatifs). En mars, la BoJ avait semblé prête à remonter ses taux en avril. La révision de ses prévisions a été plus *hawkish* que prévu : non seulement la prévision d'inflation est fortement rehaussée mais la BoJ, tout en soulignant les risques à la baisse sur la croissance, a mis l'accent sur la nécessité d'éviter une matérialisation des risques à la hausse sur l'inflation. La reformulation de sa *forward guidance* suggère, enfin, qu'une hausse des taux pourrait être envisagée même si l'économie devait ralentir. L'éclatement des votes (6 pour le *statu quo*, 3 pour une hausse) illustre tout cela. L'absence de soutien du gouvernement semble avoir pesé dans la balance et poussé la BoJ à renoncer à une hausse de taux en avril.

La BoE se montre également prête à remonter ses taux directeurs, tout en se réservant, un peu plus que la BCE, la possibilité de continuer à les maintenir inchangés. Avec 8 votes contre 1, son *statu quo* est moins *hawkish* que ce à quoi nous nous attendions juste avant la réunion : nous anticipions un vote plus serré (7-2 voire 6-3) et une référence plus explicite à une hausse de taux en juin. Le scénario central n'a pas seulement été minimisé au profit des scénarios alternatifs, il n'a même pas été explicité. Sur les trois scénarios alternatifs présentés, un seul intègre des effets de second tour marqués sur l'inflation.

1 Cf. pour un récapitulatif des décisions, [Quatre banques centrales en « pause active », 30 avril 2026](#).

La Fed est celle, des quatre banques centrales, qui penche le moins vers une hausse de taux. La politique monétaire est toujours jugée bien positionnée au regard des perspectives économiques et de la balance des risques. Le discours de la Fed a certes légèrement évolué mais de manière moins nette que ce que nous anticipions. En effet, elle n'a pas explicitement abandonné son biais *dovish* et n'a donc pas entériné une appréciation symétrique des risques (égale probabilité que le prochain geste sur les taux soit une hausse ou une baisse). Toutefois, ce biais symétrique est de facto apparu dans les propos de Jerome Powell qui a décrit le comité comme « *proche du changement de guidance* » et « *dans une bonne position pour bouger dans l'une ou l'autre direction* ». Ce dernier FOMC s'est aussi illustré par un nombre inhabituellement élevé de vote dissidents (4) et divergents².

UN MÊME CHOC MAIS À DES DEGRÉS DIVERS

Pour les quatre pays, les informations disponibles à ce stade montrent des signes d'affaiblissement de la croissance et de remontée de l'inflation, mais à des degrés divers. Comme l'a souligné la BCE, les informations sur le front de l'inflation étaient insuffisantes pour justifier, même de manière préventive, une hausse des taux en avril. La situation n'en est pas moins inconfortable pour les banques centrales face aux nombreux signaux inflationnistes³, dont on ignore encore la portée.

Sur le front de la croissance, les premières estimations pour le T1 2026 pour les États-Unis et la zone euro (publiées le 30 avril, soit après les réunions des banques centrales) ont été en-deçà des attentes (0,1% t/t pour la zone euro contre 0,3% selon notre prévision ; 0,5% t/t pour les États-Unis contre 0,7% prévu). Mais elles masquent des aspects plus positifs. La zone euro notamment ne démarre pas l'année aussi mal qu'il n'y paraît. La croissance du T1 a été pénalisée par la forte contraction du PIB irlandais (-2% t/t, contribution de -0,1 point de pourcentage) et par la stagnation inattendue du PIB français. Or, la croissance irlandaise est notoirement volatile et le sur-place français est dû, en majeure partie, à des facteurs exceptionnels⁴. Les croissances allemande (0,3%), espagnole (0,6%) et italienne (0,2%) ont, par ailleurs, tenu leurs promesses.

2 Le gouverneur Miran a voté en faveur d'une baisse de taux (-25pb), tandis que trois présidents de Fed régionales se sont opposés au maintien du « biais baissier » présent dans le communiqué.

3 Cf. pour un suivi mensuel de ces signaux, [Baromètre de l'inflation - Avril 2026, 28 avril 2026](#).

4 France : les éléments exceptionnels expliquent en majeure partie une croissance zéro au T1, 30 avril 2026.



En revanche, le signal des premières enquêtes de confiance dans la zone euro pour avril est, sans surprise, assez clairement négatif⁵. Et l'inflation poursuit sa franche remontée (3% en glissement annuel pour le *headline* selon l'estimation flash d'Eurostat). Les anticipations d'inflation des consommateurs à 1 an remontent également nettement, de même que les pressions inflationnistes sur les prix des intrants et ceux de vente. Mais, point important et positif, sans que cela se propage, pour l'heure, à l'inflation sous-jacente en légère baisse en avril (-0,1 point, à 2,2% a/a).

Les nouvelles économiques venues des États-Unis sont plus favorables en matière de croissance (toujours soutenue par le boom de l'IA) mais elles ne le sont pas pour l'inflation (avec le *headline* et le sous-jacent en hausse en mars, dernier point disponible, pour l'indice des prix à la consommation comme pour le déflateur). Jerome Powell a qualifié les chiffres de croissance de « *vraiment solides* » et ceux du marché du travail de « *plutôt bons* », un changement de ton notable par rapport aux craintes précédentes concernant ce dernier et le risque d'une détérioration soudaine et marquée. En revanche, des inquiétudes semblent poindre vis-à-vis de la stabilité des anticipations d'inflation à long terme alors que, pour la sixième année consécutive, l'inflation est supérieure à 2% et, qu'en plus du choc énergétique, elle est soutenue par la hausse des droits de douane et le dynamisme de la croissance.

Cette croissance plus élevée, combinée à leur position d'exportateur net d'hydrocarbures, permet aux États-Unis d'être moins exposés que la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon à une configuration de type stagflationniste. Sur ces quatre grandes économies, les États-Unis sont ceux pour qui la révision en baisse de nos prévisions de croissance (-0,3 point à 2,4% en 2026 en moyenne annuelle) et en hausse de celles d'inflation (+0,5 point à 3,3%) est la moins importante⁶. Le Royaume-Uni combine l'inflation la plus élevée (proche de 4% en moyenne annuelle en 2026) et une des croissances les plus faibles (0,7%). La croissance attendue du Japon est plus faible encore (0,5%) mais son inflation est la moins élevée (proche mais inférieure à 3%). La zone euro se trouve dans une situation intermédiaire, avec une croissance attendue plutôt basse (1%) mais significativement positive et une inflation contenue (3,1%).

QUATRE STATU QUO EN AVRIL, TROIS (PLUS UNE ?) HAUSSES DE TAUX EN JUIN ?

Si, en avril, les hausses de taux apparaissaient prématurées, en juin, les quatre banques centrales pourraient passer à l'acte lors de leurs prochaines réunions. D'ici-là, notre scénario central table sur une normalisation graduelle de la situation au Moyen-Orient et une hypothèse de prix du pétrole à USD 110 par baril en moyenne au T2 (avant un reflux vers USD 85/b à l'horizon de la fin de l'année). En juin, la fenêtre permettant de passer outre l'impact inflationniste du choc énergétique pourrait se refermer au point de justifier une réponse. C'est notre scénario pour la BCE, la BoE et la BoJ. Pour la Fed, nous anticipons un nouveau *statu quo* tout en identifiant un risque faible, mais en hausse, qu'elle se joigne au mouvement.

Du côté de la BCE, cette hausse de taux semble être l'option par défaut. Les données sur l'inflation qui seront alors disponibles (y compris de possibles premiers signes d'effets sur le sous-jacent) devraient aller en ce sens, sauf si, entretemps, les prix de l'énergie baissent fortement et de manière pérenne. Si, au contraire, ils augmentaient encore, nous nous attendons à ce que le débat commence à se porter sur l'ampleur de la hausse. Et même dans le cas d'un reflux marqué des prix de l'énergie, la justification d'une hausse de taux ne disparaîtrait pour autant pas complètement étant donné la persistance du choc énergétique et la longueur attendue du retour à la normale.

Du côté de la BoE, les baisses de taux ne font plus partie des options sur la table. Certes, sa communication en avril est restée prudente afin de s'accorder une flexibilité totale dans un environnement incertain et de se donner encore le temps d'observer l'évolution de la situation. Mais, dans la mesure où nous prévoyons des effets de second tour plus importants (et/ou plus rapides) que la BoE, nous pensons que celle-ci devra remonter ses taux en juin.

Pour la BoJ, qui s'inscrit déjà dans un cycle de normalisation monétaire, qui la conduit à sortir progressivement d'une période de taux très bas, la question est de savoir quand aura lieu sa prochaine hausse de taux. Nous pensons que ce sera en juin : sa « pause active » en avril, la tonalité générale de ses prévisions et le fait qu'elle soit déjà « *behind the curve* » de notre point de vue, vont en ce sens. Toutefois, si la raison première du report de la hausse de taux en avril est la difficulté d'obtenir le soutien du gouvernement, le même risque entoure les prochaines réunions.

Selon notre scénario central, la Fed se distinguerait de ses pairs avec un nouveau *statu quo* en juin, les risques baissiers sur l'emploi s'équilibrant avec les risques haussiers sur l'inflation. Toutefois, si l'on fait abstraction du fait que ce sera le premier FOMC présidé par Kevin Warsh et en ne tenant compte que des conditions économiques qui prévaudront alors, une hausse de taux en juin ne peut être totalement écartée. Un tel geste serait déclenché, d'après nous, par la combinaison d'un taux de chômage orienté en baisse et se rapprochant de 4% (un niveau de nature à alimenter une boucle prix-salaires) et d'une remontée des anticipations d'inflation des ménages à 5 ans, similaire à celle observée sur les premiers mois de 2025 (+1,4 point entre décembre 2024 et le pic de 4,4% en avril 2025, le mois du *Liberation Day*). Pour rappel, le taux de chômage américain était de 4,3% en mars 2026 (un plus bas, à deux chiffres après la virgule, depuis juillet 2025) et les anticipations d'inflation des ménages à 5 ans s'élevaient à 3,5% en avril 2026 selon l'enquête de l'Université du Michigan (+0,3 point depuis décembre 2025).

Hélène Baudchon

hélène.baudchon@bnpparibas.com

⁵ Cf. notre tableau de bord en page 7 dans ce numéro d'EcoWeek.

⁶ Cf. pour une présentation globale de nos dernières prévisions, [Eco Perspectives du 24 avril 2026](#), et, pour une nouvelle analyse des répercussions du choc énergétique sur les économies avancées, [Guerre au Moyen-Orient : un impact modéré sur les économies avancées, à ce stade, mais soumis à de forts aléas \(24 avril 2026\)](#).

