

Banques Centrales : l'Iran n'est pas l'Ukraine !

23 mars 2026



La guerre au Moyen-Orient bouleverse les scénarios des Banques Centrales. Mais 2026 n'est pas 2022. Elles doivent être agiles pour s'adapter et ne pas tomber dans l'anachronisme.

Lors de sa réunion de politique monétaire du 18 et 19 mars, **la Banque Centrale Européenne**, comme prévu, **a décidé de laisser ses taux inchangés**, tout en revoyant légèrement à la baisse ses prévisions de croissance, et à la hausse ses prévisions d'inflation.

Comme à l'accoutumée, le lendemain, plusieurs gouverneurs de l'Eurosystème se sont présentés face aux médias pour les traditionnelles sessions d'explications post-réunion. Ce fut l'occasion pour Joachim Nagel, le très respecté président de la Bundesbank, d'affirmer que l'expérience de 2022 était riche d'enseignements, tandis qu'à l'inverse, François Villeroy de Galhau insistait sur

le caractère bien distinct de ces situations.

Cette comparaison entre 2022 et 2026, entre les conséquences de la guerre en Ukraine et de celles au Moyen-Orient, hante les banquiers centraux.

Il y a 4 ans, alors que les prix de l'énergie, des engrais et de certaines céréales avaient bondi à la suite de l'entrée des chars russes en Ukraine, tant **Jerome Powell à Washington que Christine Lagarde à Francfort, avaient tardé à agir contre l'inflation**, insistant au contraire sur le caractère temporaire d'un tel choc par rapport au « mouvement généralisé et auto-entretenu des prix et des salaires » qui est la véritable définition de l'inflation.

On sait ce qu'il en est advenu, en particulier aux Etats-Unis, où l'envolée des prix dans l'agro-alimentaire notamment a probablement coûté sa réélection à Joe Biden.

Tétanisés par ce souvenir et par le coup de canif dans la carapace de leur sagesse et de leur détermination, accusés à l'époque d'inaction, **les grands argentiers**, de part et d'autre de l'Atlantique **semblent décidés à resserrer rapidement les conditions monétaires**, dès la première alerte sur les anticipations d'inflation. Seules quelques voix dissonantes comme celle

du gouverneur français, viennent en contrepoint de ces propos alarmistes.

Toute la question est de savoir quand et dans quelles conditions se déclenche le « Triangle de Gordon » théorisé par l'économiste américain Robert J. Gordon : la hausse des prix de matières premières entraîne celle des biens, puis des services et des salaires, ce qui, via l'augmentation de la demande, initie la mécanique inflationniste qui devient alors structurelle.

En février 2022, à peine deux ans après le déclenchement de la pandémie de CoVid 19, le déversement phénoménal d'argent public via les déficits budgétaires massifs et les interventions colossales des banques centrales sur les marchés obligataires – et même parfois brièvement sur les marchés actions comme en Australie – a créé les conditions d'un choc de demande répondant coup pour coup au choc d'offre.

Aux Etats-Unis en particulier, le marché de l'emploi, propulsé par un déficit fiscal supérieur à 8% du PIB **en 2022, a enregistré un taux de chômage inférieur à 3,5% au plus bas depuis 1969 !** Dans ces conditions, l'augmentation des salaires, fidèle à la courbe de Phillips, ne pouvait que suivre l'augmentation des prix des biens et des services.

Même en Europe, les créations d'emplois sont demeurées dynamiques jusqu'en 2024 et l'inflation sous-jacente n'a véritablement reflué qu'en 2025.

La situation en 2026 ressemble à celle de 2022 en cela que le choc sur les matières premières est brutal, probablement davantage encore compte tenu du poids du Golfe Persique dans l'approvisionnement énergétique mondial, de la menace directe sur l'intégrité des infrastructures elles-mêmes, et des zones géographiques affectées directement, tout spécialement en Asie.

Elle comporte néanmoins plusieurs différences majeures.

1-La première est le niveau de soutien public à la demande. Après des années de stimulus fiscal, les dix-huit derniers mois se caractérisent par une diminution des déficits fiscaux aux Etats-Unis et en Europe. Même si ceux-là demeurent bien plus élevés que ceux-ci, même à Washington, les restrictions se font sentir... à minima jusqu'au deuxième trimestre 2026, période où les allègements d'impôts voulus par Trump entreront en vigueur.

2-Deuxième différence, le niveau des taux et des conditions de financement des économies. En 2022, moins de deux ans après le CoVid, les marchés obligataires restaient largement sous perfusion. Les taux, longtemps à zéro voire négatifs en Europe et au Japon, sortaient tout juste de leur phase de léthargie – l'OAT affichait 0,61% de rendement à 10 ans au 1er février 2022 – et soutenait le refinancement des Etats et des entreprises.

Rien de comparable avec le millésime 2026 en dépit de modestes – et probablement insuffisantes -baisses de

taux des grandes banques centrales l'année précédente. En outre, l'atteinte au potentiel productif des monarchies pétrolières du Moyen-Orient suite à la guerre en Iran, est susceptible d'affecter les circuits d'alimentation des marchés obligataires, des entreprises comme des Etats.

3-Troisième différence, la dynamique de l'économie mondiale est bien plus atone qu'il y a quatre ans. Propulsée par les soutiens massifs des Etats et l'appui sans faille des banques centrales, la croissance mondiale était en pleine accélération en 2022.

Aux Etats-Unis en particulier, le rythme effréné des embauches post-CoVid avait tendu le marché du travail de manière inédite et surtout prolongée, entraînant une frénésie de consommation et permettant un rebond marqué de l'immobilier, alors que l'Intelligence Artificielle, allait prendre le relais à partir de la présentation de Chat GPT par Open AI en octobre 2022.

Depuis le « Liberation Day » d'avril 2025, le paysage économique s'est profondément dégradé. En Chine, la faiblesse de la demande intérieure ne permet pas de réellement relancer la machine, trop dépendante des exportations. Aux Etats-Unis, la normalisation accélérée du marché de l'emploi commence à peser sur la

consommation et réduit la dynamique de croissance. En Europe, l'économie résiste mais le marasme perdure et ne permet pas de s'éloigner franchement de la récession en dépit des premiers effets du plan de relance allemand.

4-Enfin, la dernière différence avec 2022, la plus importante sans doute pour les banques centrales, reste la puissance désinflationniste du déploiement rapide des outils d'Intelligence Artificielle via la hausse de la productivité.

Le danger, contrairement aux conséquences immédiates de la guerre en Ukraine, **est donc davantage la récession que l'inflation.** Et le risque dans cette situation est que les grands argentiers, hyper préparés à la crise d'avant, peinent à prendre en compte les spécificités de la situation actuelle.

A ce titre, l'obsession de l'approche « réunion par réunion » et « dépendante des données reçues » est inquiétante car elle reste tournée vers le passé et ne permet pas de choisir clairement ses combats et de se projeter dans les scénarios ouverts par la situation au Moyen-Orient. **Il importe très vite de dépasser ce modèle et de rassurer les acteurs économiques et les marchés. Le temps presse désormais. Le combat pour la croissance est devant nous.**

Wilfrid Galand

Directeur
Stratégiste

RETROUVEZ-NOUS SUR NOTRE SITE INTERNET

montpensier-arbevel.com



LinkedIn
X.com

MONTPENSIER ARBEVEL

58 avenue Marceau, 75008 Paris, France - Tél. : +33 (0)1 45 05 55 55

Ceci est un document publicitaire. Les informations figurant dans le présent document, obtenues auprès de sources qui peuvent être considérées comme fiables, n'ont pas fait l'objet de vérifications et ne sauraient engager la responsabilité de Montpensier Arbevel. Les opinions émises peuvent être modifiées sans préavis. Elles ne constituent ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni un conseil en investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Montpensier Arbevel. Tout ou partie du présent document ne peut être reproduit ou rediffusé d'une quelconque manière sans l'autorisation préalable de Montpensier Arbevel.