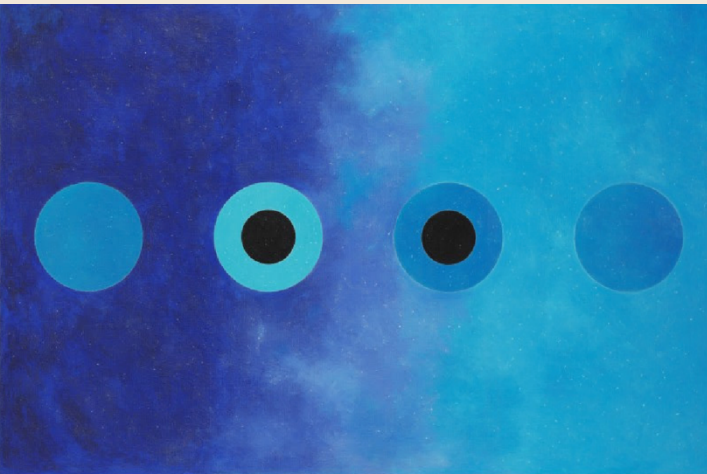


# Inflation, chocs d'offre et la nécessité d'une politique monétaire prudente et différenciée



Ivan Serpa, *Circles in space*, 1972

Le choc d'Ormuz de février 2026 confronte la Banque centrale européenne (BCE) à un dilemme familier : l'inaction risque d'ancrer l'inflation, tandis qu'un resserrement risque d'aggraver le ralentissement et de pénaliser l'investissement dans les énergies renouvelables et les *cleantechs*. Nous défendons l'idée que la BCE devrait faire preuve de prudence et, si un resserrement s'avère nécessaire, veiller à ce que sa politique protège les secteurs des énergies renouvelables et des *cleantechs*. Notre analyse révèle également un écart croissant entre la communication de la BCE sur les risques liés aux énergies fossiles et son cadre de politique monétaire.

*Ce document a été commandé par la commission des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen. La publication originale peut être trouvée [ici](#).*

—

## Résumé exécutif

Cette étude évalue l'orientation de la politique monétaire de la BCE dans le contexte du choc d'Ormuz de février 2026. Ce nouveau choc et la décision de la BCE du 11 juin confirment une régularité : chaque grand cycle de resserrement de la BCE a été déclenché par un choc des prix de l'énergie.

- La décision de la BCE de relever son principal taux directeur de 2 à 2,25 % (11 juin) est intervenue dans un contexte **d'inflation des services supérieure à 3 % et d'inflation sous-jacente supérieure à 2 % depuis le début de l'année 2026.**
- **Les pays dont la part des énergies fossiles dans le mix énergétique est plus élevée tendent à connaître une inflation plus forte** lors des épisodes d'inflation d'origine fossile, comme l'illustre **la corrélation frappante entre dépendance aux énergies fossiles et taux d'inflation entre les États membres de l'UE, en 2021 comme en 2026.**
- **Le resserrement monétaire conventionnel a une efficacité limitée face à une inflation tirée par l'offre.** Une large part de l'inflation actuelle est alimentée par des facteurs mondiaux hors de portée de la BCE, le lien entre anticipations d'inflation et comportement de fixation des prix des entreprises est contesté, et le canal de l'« inflation par la vente » suggère qu'une composante significative de l'inflation post-choc reflète une fixation stratégique des prix par des entreprises disposant d'un pouvoir de marché, plutôt que des pressions de la demande.
- **Répondre à un choc des prix de l'énergie par une hausse uniforme des taux d'intérêt peut, à long terme, aller à l'encontre de l'objectif de stabilité des prix.** Une telle réponse pénalise de manière disproportionnée les investissements à forte intensité capitalistique dans les énergies renouvelables et les *cleantech*, tout en épargnant les acteurs établis des énergies fossiles, perpétuant ainsi la dépendance structurelle aux énergies fossiles qui est la cause profonde de la vulnérabilité inflationniste.
- **Un écart croissant se creuse entre la communication de la BCE, qui reconnaît de plus en plus que la dépendance aux énergies fossiles fait peser des risques sur la stabilité des prix, et un cadre de politique monétaire qui demeure incapable de prendre en compte l'effet des décisions de la BCE sur le mix énergétique et l'inflation future.** L'évaluation par la BCE de l'efficacité de son propre cycle de resserrement de 2022-2023 est par ailleurs difficile à concilier avec la littérature académique dans son ensemble.
- **Des taux d'intérêt différenciés et une meilleure coordination entre politique monétaire, budgétaire et**

**énergétique** peuvent contribuer à lutter contre l'inflation sans pénaliser l'investissement dans les secteurs nécessaires pour rendre l'économie européenne moins exposée aux chocs de prix d'origine fossile.

## 1. Introduction

La fermeture du détroit d'Ormuz à la suite de l'attaque américano-israélienne contre l'Iran en février 2026 (ci-après le « choc d'Ormuz ») a déclenché une nouvelle crise des prix de l'énergie, quatre ans après le choc énergétique provoqué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le 11 juin 2026, la BCE y a répondu en relevant ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, de 2 à 2,25 %, sa première hausse depuis septembre 2023.

Cette étude examine si cette décision, et l'orientation qu'elle signale, est appropriée au regard de la nature du choc. La stratégie de moyen terme de la BCE place la politique monétaire devant un dilemme face à des chocs d'offre aussi importants et répétés (Van 't Klooster 2025). La banque centrale peut resserrer sa politique monétaire pour contenir l'inflation, mais au prix de coûts économiques potentiellement contre-productifs. À l'inverse, la BCE peut attendre en espérant que les effets du choc se dissipent, mais au risque d'ancrer l'inflation. L'évaluation de la stratégie de la BCE de 2025 reconnaissait ce dilemme en affirmant qu'« en pesant sur l'investissement et l'innovation, une politique monétaire restrictive peut avoir des effets négatifs persistants sur la production potentielle ». Mais curieusement, la stratégie continue d'appeler

à une « action vigoureuse dans la phase initiale de resserrement ».

Plutôt que brutale et précipitée, la politique monétaire devrait être prudente, coordonnée avec la politique budgétaire, et s'abstenir de toute réaction excessive en début de cycle. La hausse du 11 juin est défendable comme réponse à la forte progression des anticipations d'inflation depuis mars 2026, à la révision à la hausse des projections de juin des services de la BCE, et au fait que l'inflation des services demeure supérieure à 3 % (et l'inflation sous-jacente supérieure à 2 %) depuis le début de l'année, indépendamment du choc des prix de l'énergie. Toutefois, en l'absence de coordination avec d'autres politiques, cette hausse ne garantit pas le succès dans la lutte contre la nouvelle inflation d'origine énergétique ni dans la limitation de ses effets négatifs.

Notre analyse de données montre que, comme lors de la poussée inflationniste de 2021, les pays européens les plus dépendants des énergies fossiles sont ceux dans lesquels le taux d'inflation IPCH a augmenté le plus vite. Modifier le mix énergétique d'un pays dépasse assurément le champ de la politique monétaire. Mais compte tenu de ses mandats primaire (la stabilité des prix) et secondaire (le soutien aux politiques générales de l'UE), la BCE ne peut totalement négliger cette question lorsqu'elle prend ses décisions. Les traités européens donnent à la BCE le mandat de maintenir la « stabilité des prix », mais ils ne précisent ni le niveau exact d'inflation compatible avec cet objectif, ni l'horizon temporel sur lequel il doit être atteint (van 't Klooster & Monnet 2023 ;

Monnet 2024 ; Smoleńska 2024). L'interprétation que la BCE fait elle-même de la stabilité des prix a évolué au fil du temps. Les considérations relatives aux arbitrages intertemporels associés à la politique monétaire — en particulier la mesure dans laquelle les décisions actuelles peuvent affecter la résilience de l'économie face aux chocs de prix futurs — relèvent donc du mandat de la BCE et des responsabilités de l'Eurosystème.

En relevant ses taux d'intérêt de manière indifférenciée, la BCE pénalise les investissements dans les énergies renouvelables et les *cleantechs* qui réduiraient l'exposition structurelle de la zone euro à précisément ce type de choc. La BCE doit donc justifier que les décisions qu'elle prend aujourd'hui ne compromettent pas la stabilité des prix à moyen et long terme en empêchant l'économie européenne de devenir plus résiliente aux futurs chocs de prix d'origine fossile. Des mesures ciblées telles que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées et vertes (green TLTRO), qui font déjà partie de la panoplie opérationnelle de la BCE, auraient pu protéger ces investissements tout en préservant le signal désinflationniste face à la flambée de l'inflation des services (voir section 4).

Plus largement, notre analyse révèle une tension croissante entre la communication de la BCE — qui reconnaît de plus en plus que la dépendance aux énergies fossiles fait peser des risques sur la stabilité des prix — et un cadre de politique monétaire qui demeure incapable d'agir sur ce constat. Cet écart

entre les mots et les actes de la BCE soulève des questions sur la manière dont l'institution interprète son mandat et sur la capacité de son agenda de recherche à éclairer adéquatement ses décisions de politique monétaire.

## 2. L'orientation de la BCE et les perspectives d'inflation : évaluation et caractéristiques clés du choc

Cette section évalue l'orientation actuelle de la BCE, sa décision du 11 juin, les projections de juin des services de la BCE et les perspectives d'inflation, au regard de la nature du choc. Notre évaluation repose sur une hypothèse qu'il convient d'énoncer explicitement : dans un monde de chocs récurrents des prix des énergies fossiles, la dépendance aux énergies fossiles est un déterminant structurel de l'inflation des prix à la consommation. Ce point pèse directement sur la manière dont la dernière décision doit être jugée.

### 2.1. L'inflation dans la zone euro et l'orientation de la politique monétaire de la BCE

Le 11 juin, et conformément aux attentes des marchés, la BCE a relevé ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base : le taux de la facilité de dépôt s'établit désormais à 2,25 %, celui des opérations principales de refinancement à 2,40 % et celui de la facilité de prêt marginal à 2,65 %. Cela marque un net changement de cap depuis le dernier dialogue monétaire : lors de sa réunion du 19 mars, le Conseil des gouverneurs avait maintenu ses taux pour la sixième fois consécutive, le taux de dépôt restant à 2 %, en

réaffirmant une approche fondée sur les données, décidée réunion par réunion. La décision du 11 juin constitue donc la première hausse du cycle depuis septembre 2023, après une année entière de taux stables.

Ces décisions reflètent des perspectives à court terme nettement plus incertaines. Avant le déclenchement du conflit iranien, la BCE était convaincue que l'inflation de la zone euro se stabiliserait à 2 % à moyen terme. Les projections actualisées de juin des services de la BCE ont fortement révisé le court terme à la hausse : le scénario de référence a été relevé à 3,0 % pour 2026 et à 2,3 % pour 2027 — soit des hausses de 0,4 et 0,3 point de pourcentage par rapport à mars — avant un retour à 2,0 % en 2028, l'inflation sous-jacente s'établissant à 2,5 % en 2026 et 2027 et à 2,2 % en 2028. L'inflation totale devrait culminer à 3,4 % au troisième trimestre 2026 et demeurer élevée jusqu'au début de 2027, sous l'effet principal de l'énergie (BCE 2026a). Les scénarios qui l'accompagnent couvrent un large éventail : dans le scénario sévère de la BCE (2026a), l'inflation cumulée dépasserait 12 % entre 2026 et 2028. La BCE (2026a) inclut également dans ses prévisions un scénario plus modéré tablant sur une résorption plus rapide, signe que l'impact inflationniste de la crise demeure, à ce stade, très incertain.

L'inflation totale de la zone euro a déjà atteint 3,2 % en mai 2026, après 3,0 % en avril et 1,9 % en février, son niveau le plus élevé depuis septembre 2023. L'énergie a bondi à 10,9 %, sa plus forte hausse depuis février 2023, sous l'effet des contraintes d'approvisionnement liées à la crise d'Ormuz. L'inflation des

services a accéléré à 3,5 % (contre 3,0 % en avril), les biens industriels hors énergie ont légèrement progressé à 0,9 %, tandis que l'inflation alimentaire a reflué à 2,0 %.

L'inflation sous-jacente est l'indicateur le plus révélateur de la diffusion ou non du choc : elle est passée de 2,2 % en avril à 2,5 % en mai, ce qui suggère que les pressions sur les prix s'étendent au-delà de l'énergie (tableau 1). Fait intéressant, la contribution négative des prix de l'énergie avait permis à l'inflation IPCH de la zone euro de rester inférieure à 2 % en janvier et février, malgré une inflation des services soutenue dépassant 3 %, la composante au poids le plus élevé dans l'indice des prix. Depuis lors, l'inflation énergétique est devenue nettement positive tandis que l'inflation des services est restée supérieure à 3 %. Par conséquent, les biens industriels hors énergie sont désormais la seule grande composante de l'IPCH à enregistrer une inflation inférieure à 2 %, ce qui suggère que les pressions inflationnistes se sont généralisées (tableau 1 en annexe).

Parmi les grandes économies de la zone euro, l'inflation s'est accélérée en Espagne (3,6 %), aux Pays-Bas (3,4 %), en Italie (3,3 %) et en France (2,8 %), mais a reflué en Allemagne (2,7 %). À l'avenir, la transmission aux prix alimentaires pourrait s'intensifier : la FAO a averti que la pénurie d'engrais provoquée par les perturbations dans le détroit d'Ormuz affectera les prochaines récoltes et resserrera l'offre alimentaire, ajoutant un canal supplémentaire par lequel le choc pourrait alimenter l'inflation totale dans les trimestres à venir (FAO 2026).

Au-delà de la décision sur les taux, l'orientation comporte aussi une dimension de bilan, qui a poursuivi sa trajectoire préexistante. Le bilan de l'Eurosystème continue de se normaliser par l'extinction passive du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Les titres détenus par la BCE à des fins de politique monétaire continuent de diminuer régulièrement, atteignant 3 459 milliards d'euros au 12 juin 2026, contre 3 745 milliards d'euros en début d'année. Dans le même temps, les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) ont été quasiment supprimées : après avoir culminé à environ 2 200 milliards d'euros en 2022 en réponse à la pandémie de COVID-19, l'encours des LTRO ne s'élevait plus qu'à 13 milliards d'euros au 12 juin 2026.

Ce resserrement quantitatif accompagne la hausse des taux et renforce l'orientation restrictive. Parallèlement, la revue du cadre opérationnel de mars 2024 a redéfini la manière dont l'Eurosystème fournira des liquidités à l'avenir, en annonçant des opérations structurelles de refinancement à plus long terme et un portefeuille structurel d'obligations « à un stade ultérieur », avec un engagement explicite d'intégrer des considérations liées au climat dans leur conception (BCE 2024). C'est par le biais de ces opérations qu'une orientation différenciée pourrait être mise en œuvre (voir section 4).

Dans l'ensemble, comment juger cette orientation ? Notre évaluation est double. La BCE a relevé ses taux parce que les anticipations d'inflation ont augmenté ; sur

le niveau des taux, cela est défendable, et le *statu quo* aurait comporté ses propres risques bien réels (section 3). La persistance d'une inflation sous-jacente supérieure à 2 % et d'une inflation des services supérieure à 3 % depuis le début de l'année indique que les pressions inflationnistes dans la zone euro restent généralisées. Une inflation IPCH supérieure à la cible de 2 % reflète donc non seulement le choc énergétique, mais aussi des pressions domestiques sous-jacentes sur les prix. S'agissant de la forme du resserrement, la hausse indifférenciée est plus difficile à justifier : si le choc est transitoire, les conséquences devraient être limitées. Mais s'il ne l'est pas, elle perpétuera activement la dépendance structurelle qui alimente l'inflation, en pénalisant l'investissement bas carbone tout en épargnant les acteurs fossiles établis, bénéficiaires d'aubaine du choc (section 4). Deux questions structurent donc cette évaluation : la BCE a-t-elle eu raison de resserrer le 11 juin, et doit-elle poursuivre (section 3) ; et a-t-elle eu raison de le faire de manière indifférenciée (section 4) ? La communication de la décision est évaluée en section 4.3.

## 2.2. L'inflation dans la zone euro : transitoire ou « nouvelle normalité »

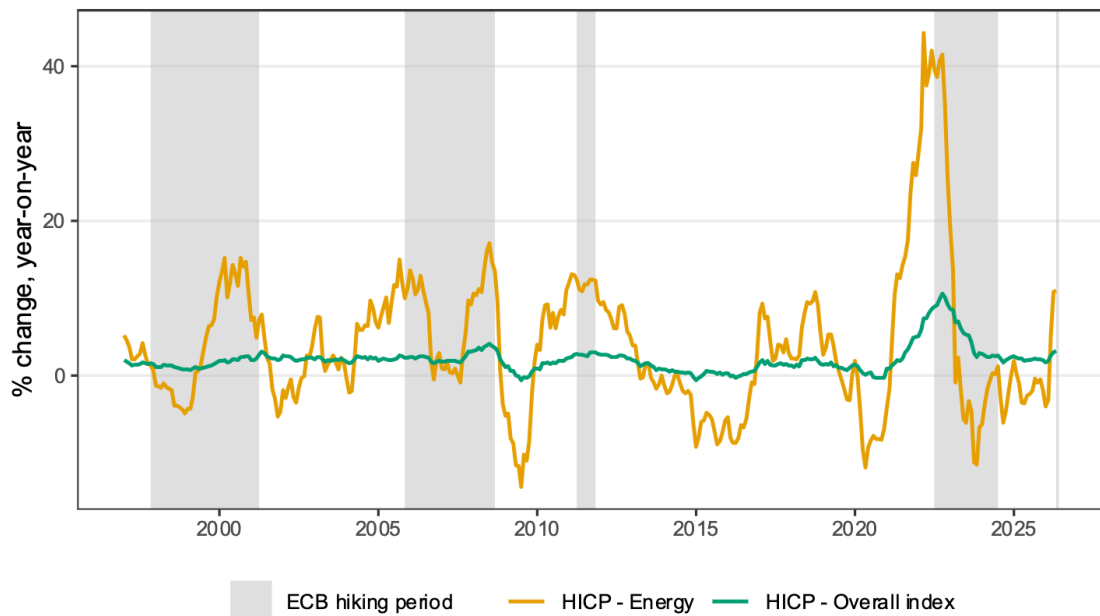
Des arguments plaident pour traiter l'épisode actuel comme transitoire. La zone euro sort de trois années de désinflation ; l'essentiel des pressions actuelles provient d'un choc unique et identifiable, le conflit iranien ; le scénario de référence de juin prévoit une résorption du pic en un an environ ; et les prix des énergies fossiles ont déjà reflué après

l'annonce d'un accord américano-iranien. Selon cette lecture, la hausse du 11 juin est une réponse modérée et proportionnée, et la posture appropriée consiste simplement à ne pas réagir de façon excessive.

Cependant, la lecture inverse ne peut être écartée et pourrait avoir des conséquences désastreuses. Si la volatilité des prix de

l'énergie devient structurelle, sous l'effet d'une dépendance persistante aux énergies fossiles, de l'instabilité géopolitique et des turbulences inhérentes à la transition énergétique, alors l'inflation ne peut plus être traitée comme un phénomène temporaire que l'on pourrait « regarder passer ». La BCE elle-même reconnaît ce risque (Elderson 2026).

**Figure 1 — Chocs des prix du pétrole et périodes de hausse des taux directeurs de la BCE (la durée des cycles est mesurée du premier mois où les taux ont augmenté jusqu'au mois où ils ont diminué)**



Note : les périodes de hausse s'étendent du premier mois où les taux directeurs de la BCE ont augmenté jusqu'au premier mois où ils ont diminué.

Source : Eurostat

Comme l'illustre la figure 1, les cycles de resserrement de la BCE ont généralement été précédés d'un choc des prix de l'énergie. Par exemple, en 2011, le président d'alors de la BCE, Jean-Claude Trichet, expliquait ainsi la décision de relever les taux :

*La hausse des taux d'inflation au début de 2011 reflète largement le renchérissement des*

*matières premières. Les pressions résultant des fortes hausses des prix de l'énergie et des produits alimentaires sont également perceptibles aux stades antérieurs du processus de production. Il est primordial que la hausse de l'inflation IPCH n'entraîne pas d'effets de second tour dans la fixation des prix et des salaires, et ne suscite pas ainsi de pressions*

*inflationnistes généralisées à moyen terme.*  
(Trichet, 2011)

La hausse du 11 juin est, là encore, déclenchée par les prix de l'énergie. Dans un régime de volatilité structurellement élevée, la BCE serait de plus en plus poussée à relever ses taux, traitant chaque choc énergétique par un resserrement uniforme qui en laisse intacte la cause structurelle. C'est pourquoi le choix de la manière de resserrer, et pas seulement celui de savoir s'il faut le faire, devient central.

Selon cette lecture structurelle, si les chocs des prix des énergies fossiles se reproduisent plus fréquemment, les projections standard risquent de sous-estimer significativement leur impact macroéconomique. La plupart des modèles utilisés par les banques centrales et les institutions de prévision sont calibrés sur des chocs d'amplitude modérée ; mais qu'advient-il si les évolutions géopolitiques produisent des flambées de prix bien au-delà du calibrage historique ? Cela importe parce que la relation entre prix de l'énergie et résultats macroéconomiques n'est pas linéaire (Känzig 2023). Enfin, l'impact d'une flambée des prix des énergies fossiles fonctionne comme une forme désordonnée et régressive de décarbonation, ou « thérapie de choc carbone » (Gabor et Braun 2025). Contrairement à un régime de tarification du carbone bien conçu, de tels chocs imposent des coûts d'ajustement aux plus vulnérables sans mécanismes de compensation, sans nécessairement accélérer la transition : la hausse des prix des énergies fossiles gonfle les revenus des producteurs, incitant à de

nouveaux investissements dans les hydrocarbures (Semieniuk et al. 2025).

La BCE ne peut savoir *ex ante* quelle interprétation se révélera exacte. Il est néanmoins crucial qu'elle formule une meilleure réaction structurelle à l'inflation provoquée par les chocs des prix de l'énergie.

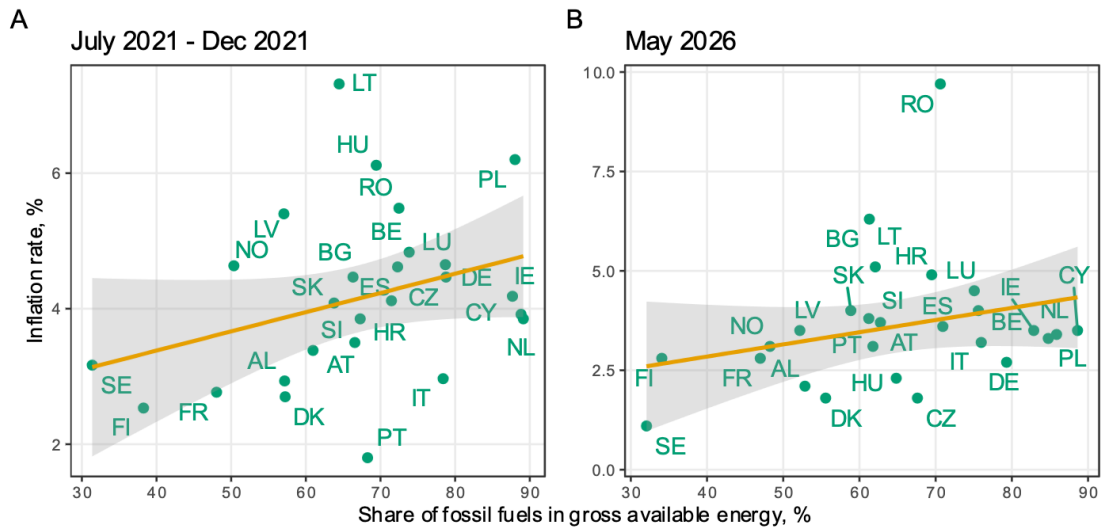
### 2.3. Le mix énergétique et les chocs inflationnistes d'origine fossile

L'hétérogénéité entre pays est plus marquée pour l'inflation énergétique que pour les autres composantes de l'inflation IPCH (tableau 2 en annexe). La volatilité de l'inflation énergétique dépend de la manière dont les pays sont exposés au choc actuel. Une telle exposition dépend en particulier du mix énergétique, c'est-à-dire des différentes technologies qui sous-tendent la production et la consommation d'énergie.

L'inflation de l'indice des prix à la consommation (IPCH) est remarquablement hétérogène dans la zone euro, et la figure 2 ci-dessous montre que, dans un contexte de hausse des prix de l'énergie, une large part de cette dispersion suit la part des énergies fossiles dans le mix énergétique de chaque pays. La relation entre inflation et mix énergétique dépend d'un ensemble de facteurs, dont les réponses des pouvoirs publics (Millischer et al. 2024 ; Di Carlo, Hassel & Höpner 2025). Il existe néanmoins une corrélation positive frappante entre la part des énergies fossiles dans le mix énergétique total et le taux d'inflation (IPCH) lorsque les économies sont exposées à des hausses soudaines des prix internationaux des énergies fossiles. Cette

relation est illustrée à la figure 2 pour l'ensemble des pays de l'Union européenne.

Figure 2 — Part des énergies fossiles dans le mix énergétique et le taux d'inflation



Note : dans le panneau A, la période est restreinte à juillet-décembre 2021, les premiers mois de la poussée inflationniste, avant que les effets de second tour et les réponses budgétaires ne brouillent la corrélation initiale. Le panneau B présente les données mensuelles les plus récentes. L'axe des ordonnées indique le taux d'inflation IPCH moyen sur chaque période. Les figures incluent tous les pays de l'UE sauf Malte, l'intégration du marché intérieur de l'énergie et les liens commerciaux faisant que les dynamiques d'inflation hors zone euro se transmettent à celle-ci.

Source : Eurostat

Le panneau A de la figure 2 montre la corrélation entre l'inflation des prix à la consommation et la part des énergies fossiles dans le mix énergétique lors de la phase initiale de la poussée inflationniste de 2021-2023. Nous restreignons l'échantillon à la période de juillet à décembre 2021, au début de l'épisode inflationniste, avant que la corrélation ne s'affaiblisse sous l'effet des diverses réponses gouvernementales, des hausses de salaires et des effets de débordement entre pays. Le panneau B montre qu'une corrélation similaire a réapparu après le nouveau choc de 2026, lorsque l'on considère les taux d'inflation de mai 2026. Ces figures suggèrent qu'avant que

les pressions inflationnistes ne se diffusent entre les pays via le commerce et d'autres mécanismes de transmission, une moindre dépendance aux énergies fossiles peut offrir une certaine protection contre l'inflation lorsque les chocs d'offre proviennent des marchés des énergies fossiles. Autrement dit, les pays dont la part d'énergies fossiles est plus élevée tendent à connaître une inflation plus forte lors des chocs des prix des énergies fossiles ; même si l'inflation est bien sûr influencée par de nombreux autres facteurs, notamment les taux de change, la croissance des salaires, la politique budgétaire et les goulets d'étranglement de l'offre. Établir une relation causale nécessiterait des analyses

complémentaires. Ces corrélations suggèrent néanmoins que réduire la part des énergies fossiles dans le mix énergétique pourrait contribuer à protéger les économies des pressions inflationnistes, facilitant ainsi la tâche de l'Eurosystème.

Cette observation soulève des questions importantes non seulement pour la politique énergétique de l'Union européenne, mais aussi pour la conduite de la politique monétaire par l'Eurosystème. Le mandat juridique primaire de l'Eurosystème étant de maintenir la stabilité des prix, il devrait veiller à ce que ses actions de politique à court terme n'affaiblissent pas la résilience des économies de la zone euro face aux chocs inflationnistes futurs — une préoccupation qui relève pleinement du mandat primaire de stabilité des prix, puisque la dépendance aux énergies fossiles rend l'économie structurellement plus vulnérable à l'inflation (van 't Klooster & Monnet 2023 ; Monnet 2024). La composition du mix énergétique agrégé de la zone euro n'est donc pas une question déconnectée de la politique monétaire — non parce que la BCE pourrait l'orienter directement, mais parce que, comme pour d'autres déterminants structurels de l'inflation, elle peut s'y rapporter et s'abstenir d'aller à son encontre par la conception de ses instruments.

### 3. Les limites de la réponse monétaire conventionnelle

Dans cette section, nous nous demandons si la décision de la BCE du 11 juin de resserrer la politique monétaire était appropriée et si un resserrement supplémentaire serait

justifié. Notre évaluation comporte trois volets.

Premièrement, la hausse des taux peut se justifier comme une réponse à la progression des anticipations d'inflation et à une inflation des services durablement élevée. Si la récente accélération de l'inflation est due à un choc énergétique temporaire, la réponse de la BCE apparaît globalement appropriée.

Ensuite, si le choc se révèle persistant ou récurrent, un resserrement monétaire indifférencié pourrait être insuffisant pour en traiter les causes profondes et pourrait même devenir contre-productif à long terme en décourageant l'investissement requis pour la transition énergétique. Dans un tel scénario, tout resserrement supplémentaire devrait être conduit avec prudence et s'accompagner de taux d'intérêt différenciés protégeant les investissements essentiels à la réduction de la dépendance de la zone euro aux énergies fossiles et de son exposition à l'inflation d'origine énergétique.

Enfin, la capacité limitée de la politique monétaire à traiter à la fois les sources et les conséquences distributives de l'inflation des prix de l'énergie met en évidence la nécessité d'une coordination plus étroite entre politiques monétaire, budgétaire et énergétique.

#### 3.1. L'efficacité limitée d'un resserrement général face à une inflation tirée par l'offre

La politique monétaire est conçue pour gérer la demande globale. Or les chocs d'offre font évoluer l'activité et les prix en sens inverse,

pouvant conduire à une inflation dans une économie stagnante (« stagflation »). Dans un tel contexte, les structures de gouvernance de l'inflation existantes dans l'UE manquent d'une approche bien développée (Van 't Klooster & Weber 2024).

Premièrement, une large part de l'inflation est tirée par des facteurs mondiaux qui échappent au contrôle de la BCE. Depuis 2010, plus de 50 % de la volatilité des prix à la consommation d'un pays donné s'explique par des facteurs mondiaux, contre seulement 25 % pour le PIB (Camous, Monnet & Puy 2026). La mondialisation commerciale et financière a accru la synchronisation internationale de l'inflation, tandis que la synchronisation de l'activité réelle est restée stable en dehors des crises. Le cycle mondial rend plus difficile pour la politique monétaire d'influencer le cycle de l'inflation que le cycle de la production. Si une part substantielle de l'inflation à laquelle la BCE répond est importée et tirée par l'offre, son action ne s'attaque pas à la source des pressions sur les prix.

Ensuite, le lien entre les anticipations d'inflation, que la politique monétaire cherche à influencer, et le comportement de fixation des prix des entreprises reste ténu (voir annexe). Des recherches récentes vont plus loin, mettant en doute l'existence même d'une relation entre anticipations et comportement de fixation des prix (Rudd 2021). Des études empiriques plus ciblées aboutissent à des résultats ambigus (Coibion et al. 2018, 2020). Dans un environnement concurrentiel confronté à un choc de coûts, la préoccupation première d'une entreprise

n'est pas le niveau général des prix ni des anticipations d'inflation abstraites, mais sa capacité à absorber la hausse du coût des intrants sans perdre de parts de marché. Si ses concurrents absorbent le coût, augmenter ses prix revient à perdre des clients ; si ses concurrents répercutent le coût, l'entreprise peut le faire aussi. À cet égard, les chocs de coûts touchant l'ensemble de l'économie peuvent servir de dispositifs de coordination implicites permettant aux entreprises disposant d'un pouvoir de marché de relever leurs prix (Weber et Wasner 2023 ; Weber, Wasner, Lang, Braun & van 't Klooster 2025). L'analyse de la BCE elle-même a documenté une hausse des profits unitaires jusqu'à environ deux tiers du déflateur du PIB en 2022 (Hahn 2023), et Arquié & Thie (2023) confirment une répercussion excessive au niveau sectoriel en France. Dans la mesure où l'inflation post-choc est tirée par les profits plutôt que par la demande, les hausses de taux d'intérêt sont mal calibrées pour y répondre.

Enfin, le resserrement peut même se révéler contre-productif. Les inégalités engendrées par un cycle de resserrement — salaires réels comprimés, coûts hypothécaires plus élevés, accès au crédit restreint — laissent des cicatrices durables sur la distribution des revenus même après le reflux des taux, un phénomène que Pereira da Silva et al. (2022) qualifient d'« hystérèse des inégalités ». Comme le montrent Bolhuis et al. (2024), le coût de l'argent fait lui-même partie du coût de la vie : les hausses de taux renchérissent le coût du logement, le poste le plus important dans la plupart des budgets des ménages, en

plus du choc des prix des énergies fossiles que les ménages absorbent déjà. Du point de vue des ménages, le resserrement aggrave le choc plutôt qu'il ne l'atténue.

La BCE constate une forte transmission de sa politique à l'inflation et un faible « ratio de sacrifice » (blog de la BCE, avril 2026), et certains travaux universitaires soutiennent que la rapidité du resserrement a joué un rôle important pour empêcher un désancrage des anticipations d'inflation (Bobasu et al. 2026). Toutefois, la littérature sur l'efficacité des stratégies de resserrement général dresse un tableau plus nuancé (voir section 3.1). Enzinger, Gechert, Heimberger, Prante & Romero (2025), s'appuyant sur plus de 146 000 estimations issues de 409 études primaires, constatent qu'après correction du biais de publication, l'effet de la politique monétaire sur la production est environ deux fois plus important que son effet sur les prix. Cela suggère que les coûts du resserrement pourraient être plus élevés que ne l'indiquent les propres modèles de la BCE.

### 3.2. Mais la BCE ne peut maintenir ses taux à tout prix

La décision de relever plutôt que de maintenir les taux est défendable au motif que maintenir les taux dans un contexte de forte inflation aurait comporté des risques importants en soi, notamment des taux réels très faibles ou négatifs et les préoccupations de stabilité financière qui y sont associées. Ces risques doivent être mis en balance avec ceux d'une hausse des taux. La dernière enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES) et les enquêtes de

consommateurs de la Commission européenne devront être suivies de près dans les prochains mois, comme indicateurs de la réaction éventuelle des anticipations d'inflation des ménages au choc d'Ormuz (BCE 2026b).

À cet égard, un récent post de blog de la BCE (Bobasu et al. 2026) suggère que, lors du cycle de hausses de 2022-2023, la transmission de la politique monétaire à l'inflation a été exceptionnellement efficace, avec un faible « ratio de sacrifice », c'est-à-dire que les hausses de taux ont été obtenues à un coût relativement faible en termes de production (le ratio de sacrifice mesure la perte cumulée de production — en termes de PIB — nécessaire pour obtenir une réduction donnée de l'inflation ; un faible ratio de sacrifice implique que la désinflation a été obtenue à un coût relativement faible pour l'activité économique). Cependant, ce constat d'un faible ratio de sacrifice comporte certaines limites. Il pourrait sous-estimer les coûts de long terme évoqués plus haut, en particulier les cicatrices sur l'investissement dans les énergies renouvelables et les *cleantechs* (Fornaro et al. 2024, 2026).

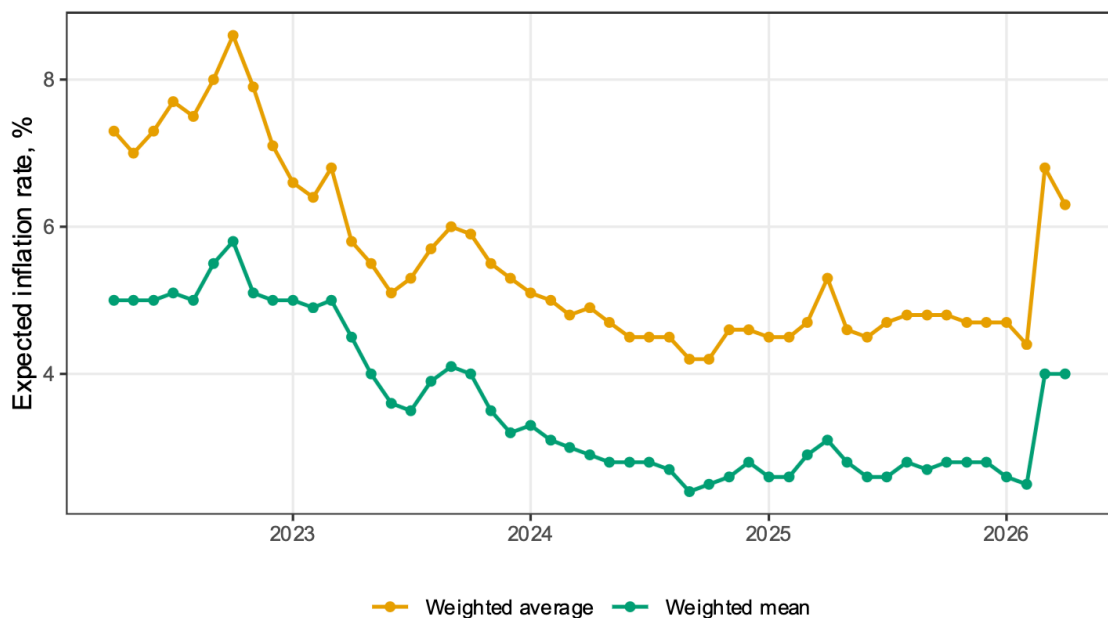
Pour conclure, la BCE a une capacité limitée à faire baisser les prix importés des énergies fossiles, mais elle pourrait avoir une réelle capacité à atténuer l'amplification domestique. De fait, une analyse récente du cycle de resserrement de 2022-2023 suggère que les hausses de taux de la BCE ont été efficaces principalement comme signal de détermination, plutôt que par leur impact direct sur la demande. L'inflation a reflué

parce que les prix de l'énergie ont baissé, mais les hausses ont préservé la confiance du public et maintenu l'ancrage des anticipations de long terme (De Grauwe & Ji 2026). Si la justification première du resserrement relève du signal plutôt que de la compression de la demande, c'est en soi un argument fort en faveur de taux d'intérêt différenciés (voir ci-dessous) : la BCE peut envoyer le signal par son taux directeur tout en recourant à des instruments différenciés pour protéger les investissements qui réduisent la vulnérabilité inflationniste structurelle.

Enfin, la coordination entre domaines de politique publique est essentielle. Limiter les effets négatifs de l'inflation sur les revenus réels, contenir à la fois les spirales prix-salaires

et l'inflation tirée par les profits, et favoriser l'investissement dans les infrastructures énergétiques non fossiles requièrent des interventions qui dépassent la politique monétaire. Si la BCE peut jouer un rôle important, une stratégie globale nécessite une coordination étroite entre politiques monétaire, budgétaire, des prix et énergétique, afin de réduire les pressions inflationnistes tout en soutenant la transformation structurelle de l'économie européenne. Dans ce contexte, nous examinons maintenant comment la politique monétaire peut contribuer à lutter contre l'inflation tout en préservant l'investissement nécessaire pour réduire la vulnérabilité de l'économie de l'UE aux futurs chocs inflationnistes provoqués par les prix des énergies fossiles.

**Figure 3 — Anticipations d'inflation à 12 mois, zone euro**



Note : la CES couvre 11 pays de la zone euro (Belgique, Allemagne, Espagne, France, Italie, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Finlande, Irlande et Grèce) et ne reflète donc pas l'ensemble de la zone euro. L'enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs, qui couvre tous les États membres, fournit des éléments complémentaires. Données à actualiser lors de la prochaine publication.

Source : enquête de la BCE sur les anticipations des consommateurs (CES)

#### 4. Une défense des instruments différenciés

Nous analysons à présent la combinaison d'instruments mobilisée lors de la décision du 11 juin, en soulignant le risque que la BCE compromette la transition énergétique par les effets secondaires de ses propres instruments. Les instruments qui répriment les investissements en répondant à la vulnérabilité inflationniste vont à l'encontre du mandat primaire de stabilité des prix lui-même (van 't Klooster & Monnet 2023 ; Monnet 2024).

##### 4.1. Le resserrement indifférencié, une menace pour la stabilité future des prix

Les taux élevés ont un effet négatif disproportionné sur l'investissement dans les secteurs des énergies propres et des *cleantechs*, très intensifs en capital. Un taux d'intérêt uniformément plus élevé pénalise tous les secteurs, mais affecte de manière disproportionnée les projets à longue maturité et à forte intensité capitalistique — précisément le profil des énergies renouvelables et des *cleantechs*, qui exigent d'importantes dépenses initiales pour des rendements étalés sur des décennies. La littérature académique sur cet effet est désormais très abondante (Hirth & Steckel 2016 ; IEA 2021 ; Schmidt et al. 2019 ; Fornaro et al. 2024, 2026). Les investissements dans les énergies fossiles, à l'inverse, tendent à avoir des délais de retour sur investissement plus courts. La recherche

confirme que des taux d'intérêt plus élevés réduisent l'investissement dans les énergies renouvelables et les *cleantechs* par rapport aux alternatives fossiles, précisément en raison de cette asymétrie d'intensité capitalistique et de maturité (IIPP 2022). (Pour d'autres éléments sur l'impact de la politique monétaire sur l'investissement dans les énergies renouvelables dans différents contextes, voir également Razmi, Heirani Moghadam & Behname (2021), Hashmi, Syed & Inglesi-Lotz (2022), Zhang, Wang & Peng (2023), Akan (2024) et Chen & Lin (2024).)

Le bilan de l'après-2022 est instructif (Serebriakova et al. 2026). Dans le sillage du cycle de resserrement de 450 points de base de la BCE, le développement de l'éolien en mer s'est effondré en Europe : en 2022, pas une seule décision finale d'investissement n'a été prise pour un projet éolien offshore de grande échelle (WindEurope 2023). Le déploiement des énergies propres a stagné au moment précis où une croissance exponentielle était à la fois attendue et nécessaire. Les développeurs ont fait face à une combinaison fatale : coûts de financement plus élevés, inflation des chaînes d'approvisionnement et contrats à prix fixe négociés avant le choc des taux.

Cette asymétrie s'étend à la répartition des gains et des pertes liés au choc lui-même. Tandis que les investisseurs des énergies propres et des *cleantechs* subissent des coûts d'emprunt plus élevés qui compromettent la viabilité de leurs projets, les producteurs de

pétrole et de gaz bénéficient de revenus exceptionnels tirés de la flambée même des prix des énergies fossiles qui a déclenché le resserrement. La politique monétaire indifférenciée aggrave ainsi une double asymétrie : elle pénalise les secteurs qui réduiraient la vulnérabilité inflationniste future, tout en ne faisant rien pour capter les rentes échéant aux secteurs qui sont la source structurelle de cette vulnérabilité. Capturer les revenus exceptionnels des énergies fossiles relève certes des autorités budgétaires, mais l'autre versant de l'asymétrie relève pleinement du champ de la BCE : le choix de relever uniformément les coûts d'emprunt, plutôt que de protéger les investissements de transition, est une décision de politique monétaire aux conséquences pour la stabilité des prix future.

Ces préoccupations devraient importer à la BCE non seulement au titre de son mandat secondaire (le soutien aux politiques générales de l'UE), mais aussi de son mandat primaire. L'argument n'est pas que la BCE doit bâtir elle-même la résilience, mais qu'elle ne devrait pas l'éroder activement. L'absence de différenciation est un choix de politique, aux conséquences structurelles. De fait, de hauts responsables de la BCE ont de plus en plus reconnu le lien entre dépendance aux énergies fossiles et stabilité des prix, notamment dans le billet de blog du membre du directoire Frank Elderson, « Europe's fossil fuel dependence poses risks to price stability » (Elderson 2026), et dans l'évaluation par l'économiste en chef Philip Lane de l'efficacité et de la transmission de la politique monétaire (Lane 2024). Pourtant, à

notre connaissance, aucun des documents de travail de la BCE publiés depuis février 2022 ne traite directement de l'interaction entre investissement dans les énergies renouvelables, prix de l'énergie et dynamique de l'inflation. Si l'orientation de politique monétaire de la BCE doit être éclairée par la relation entre transition énergétique et stabilité des prix, comme sa propre communication le laisse entendre, cette lacune empirique doit être comblée

#### 4.2. La différenciation des taux d'intérêt pour protéger les investissements dans les énergies propres et les *cleantechs*

L'alternative n'est pas de renoncer au resserrement, mais de resserrer de manière sélective. Des opérations de refinancement à plus long terme ciblées et vertes (green TLTRO) fourniraient un financement dédié à faible taux pour les investissements dans les énergies propres et les cleantech, protégeant la transition de l'impact d'un cycle de resserrement général, tout en permettant à la BCE de relever son taux directeur pour ancrer les anticipations et signaler sa détermination (voir Monnet & van 't Klooster 2023).

Le concept n'est pas radical, et l'instrument n'est pas nouveau. À l'international, la PBoC chinoise fournit depuis 2021 un financement dédié à 1,75 % pour les investissements dans les énergies propres. Si la PBoC n'est pas indépendante et si la conception de la politique chinoise s'inscrit dans sa politique industrielle plus large, l'instrument lui-même (un refinancement

ciblé à taux préférentiels) est techniquement comparable aux TLTRO de la BCE. Comme Christine Lagarde elle-même le demandait à l'époque de la revue stratégique de 2021 : « Le Japon le fait. La Chine le fait. Pourquoi n'aurions-nous pas l'esprit ouvert à ce sujet ? » (Caswell 2022).

Au sein du cadre opérationnel de la BCE, l'innovation requise est plus modeste qu'il n'y paraît. La BCE met déjà en œuvre des TLTRO offrant aux banques un financement inférieur au marché, conditionné à leur comportement de prêt. L'instrument existe ; il a été déployé, affiné et réexaminé. Ce qui serait nouveau, c'est le critère de ciblage : une éligibilité fondée sur la taxonomie verte plutôt que sur les volumes de prêt généraux. La BCE a elle-même envisagé des green TLTRO lors de sa revue stratégique de 2021 ; une étude de fond (BCE 2021) a soulevé des inquiétudes quant à leur complexité opérationnelle — un jugement sur lequel la BCE est effectivement revenue lorsqu'elle a réexaminé son cadre opérationnel en mars 2024, en annonçant de nouvelles opérations structurelles de refinancement à plus long terme assorties d'un engagement explicite d'intégrer des considérations liées au climat dans leur conception (BCE 2024).

La BCE peut simultanément resserrer par des taux directeurs plus élevés et déployer des green TLTRO pour exempter les investissements dans les énergies propres. Le taux directeur ancre l'orientation générale et signale la détermination. Dans le même temps, les TLTRO créent une exception ciblée pour les investissements qui réduisent

la vulnérabilité inflationniste future. C'est précisément ainsi que les TLTRO conventionnelles ont toujours fonctionné, en fournissant un financement à un taux inférieur au taux directeur, y compris en phase de resserrement. La revue du cadre opérationnel de la BCE de mars 2024 a reconnu cette logique en annonçant des opérations structurelles de refinancement à plus long terme « à un stade ultérieur », assorties d'un engagement explicite d'intégrer des considérations liées au climat.

## 5. Conclusion et questions suggérées à la BCE

Cette étude a évalué la décision du 11 juin de la BCE et son orientation actuelle de politique monétaire. Notre conclusion est double : la décision de resserrer était défendable, mais sa forme indifférenciée soulève des préoccupations, en particulier si elle marque le début d'un cycle de resserrement plus large en réponse à une inflation d'origine énergétique.

La BCE a relevé ses taux en réponse à la hausse des anticipations d'inflation et à la persistance de l'inflation des services. Si le récent choc énergétique se révèle transitoire, comme le suggèrent les projections actuelles, une hausse mesurée des taux constitue une réponse appropriée. Cependant, si les chocs des prix des énergies fossiles deviennent récurrents, un resserrement uniforme risque de traiter le symptôme plutôt que la cause structurelle. Dans ce cas, la BCE devrait différencier : resserrer par le taux directeur pour ancrer les anticipations, tout en protégeant l'investissement bas carbone par

des opérations ciblées. Le choix n'est donc pas entre resserrer et ne pas resserrer, mais entre une orientation monétaire indifférenciée et une orientation différenciée.

Premièrement, la BCE devrait adopter une approche prudente et réaliste de la politique de taux d'intérêt face aux chocs des prix de l'énergie. Une grande partie de la poussée inflationniste actuelle reflète des facteurs mondiaux échappant à son contrôle, tandis que le lien entre anticipations d'inflation et comportement de fixation des prix des entreprises demeure plus contesté que ne le suggère la communication de la BCE. L'évaluation de la stratégie de la BCE de 2025 reconnaît elle-même qu'une politique monétaire restrictive peut avoir des effets négatifs persistants sur la production potentielle. Ce constat devrait éclairer les décisions futures, en parallèle d'un suivi étroit des anticipations d'inflation et des comportements de fixation des prix.

Deuxièmement, si un resserrement supplémentaire s'avère nécessaire, la BCE devrait différencier. La revue du cadre opérationnel de 2026 a explicitement rouvert la possibilité d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO). Les membres du Parlement européen pourraient utilement soulever la possibilité de green TLTRO lors des dialogues monétaires, dans leurs échanges avec la membre du directoire Isabel Schnabel, ou dans les résolutions annuelles du Parlement sur la BCE.

Troisièmement, la BCE devrait réduire l'écart entre sa communication et son cadre

analytique. Si sa déclaration du 11 juin a qualifié les réformes accélérant la transition énergétique de « plus vitales que jamais », elle les a traitées uniquement comme une question budgétaire et ne les a pas reliées aux instruments de politique monétaire. Plus largement, la BCE n'a pas encore analysé systématiquement l'interaction entre politique monétaire, investissement bas carbone et dynamique structurelle de l'inflation. Compte tenu de sa reconnaissance croissante que la dépendance aux énergies fossiles fait peser des risques sur la stabilité des prix, et du fait que de plus en plus de recherches montrent l'impact négatif de taux d'intérêt élevés sur l'investissement dans les énergies propres, cette lacune analytique mérite une plus grande attention. Des évaluations indépendantes du cycle de resserrement de 2022-2023 et des recherches dédiées au nexus énergie-investissement-inflation contribueraient à renforcer les futures évaluations de politique.

Quatrièmement, les autorités budgétaires et monétaires européennes devraient développer la capacité institutionnelle de répondre de manière coordonnée aux chocs récurrents des prix des énergies fossiles. Les politiques budgétaires et industrielles soutenant la transition énergétique devraient être protégées des effets négatifs du resserrement monétaire, tandis que les mesures visant à protéger les ménages vulnérables devraient éviter de renforcer la dépendance aux énergies fossiles. Une coordination qui doit être improvisée à chaque crise a peu de chances d'être suffisamment rapide ou efficace.

## Références

- Arquié, A. & Thie, M. (2023), "Energy, Inflation and Market Power: Excess Pass-Through in France," CEPII Working Paper No. 2023-16.
- Batut, C. & Guillaume, A. (2026), « Inflation et finances publiques : un conflit peut en cacher un autre », Institut Avant-Garde, avril 2026.
- Bobasu, A., Ciccarelli, M., Grimaud, A., Mandler, M. & Zlobins, A. (2026), "Why Monetary Policy Hits Harder After Big Shocks," ECB Blog, European Central Bank, 13 April 2026.
- Bolhuis, M.A., Cramer, J.N.L., Schulz, K.O. & Summers, L.H. (2024), "The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly," NBER Working Paper No. 32163.
- Camous, A., Monnet, E. & Puy, D. (2026), "World Cycles Revisited: Diverging Trends in Prices and Quantities," *American Economic Journal: Macroeconomics*, forthcoming.
- Carstens, A. (2022), "A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation," Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, 26 August 2022, Bank for International Settlements (BIS).
- Caswell, G. (2022), "ECB green targeted lending", *Green Central Banking*, <https://greencentralbanking.com/2022/06/10/lagarde-seeks-ecb-green-targeted-lending/>
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. & Kumar, S. (2018), "How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence," *American Economic Review*, 108(9), 2671-2713.
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y. & Ropele, T. (2020), "Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence," *Quarterly Journal of Economics*, 135(1), 165-219.
- De Grauwe, P. & Ji, Y. (2026), "Inflation Perceptions and Expectations: Inertia, Biases and Policy Implications," *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament, June 2026.
- Deutsche Bundesbank (2025), Review of the operational framework for implementing monetary policy: outlook for the Eurosystem balance sheet and structural operations, *Monthly Report*, June 2025.
- Di Carlo, D., Hassel, A. & Höpner, M. (2025), "Growth coalitions within a corporatist setting: How manufacturing interests dominated the German response to the energy crisis," *Politics & Society*, 53(2), 274-310.
- ECB (2021), "Climate Change and Monetary Policy in the Euro Area," ECB Occasional Paper No. 271.
- ECB (2024), "Changes to the Operational Framework for Implementing Monetary Policy," Statement of the Governing Council, 13 March 2024.
- ECB (2026a), "Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2026".
- ECB (2026b), "Inflation perceptions and expectations", [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/consumer\\_exp\\_survey/results/html/inflation\\_results.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/consumer_exp_survey/results/html/inflation_results.en.html)
- ECB (2026c), Transcripts of the press conference with Christine Lagarde and Boris Vujčić, Frankfurt am Main, 11 June 2026.
- Enzinger, M., Gechert, S., Heimberger, P., Prante, F. & Romero, D. (2025), "The Overstated Effects of Conventional Monetary Policy on Output and Prices," *I4R Discussion Paper Series No. 264*.
- FAO (2026), "Strait of Hormuz Crisis: Fertilizer Scarcity Will Affect Next Harvests and Food Supplies, FAO Warns," 7 May 2026.
- Fornaro, L., Guerrieri, V. & Reichlin, L. (2024), "Monetary policy for the energy transition," CREI Working Paper.

- Fornaro, L., Guerrieri, V., Hotten, W. & Reichlin, L. (2026), "Financial conditions and green R&D," CREI Working Paper.
- Gabor, D. & Braun, B. (2025), "Green macrofinancial regimes," *Review of International Political Economy*, 32(3), 542-568.
- Hahn, E. (2023), "How Have Unit Profits Contributed to the Recent Strengthening of Euro Area Domestic Price Pressures?," *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2023, Box 3.
- Hirth, L. & Steckel, J.C. (2016), "The Role of Capital Costs in Decarbonizing the Electricity Sector," *Environmental Research Letters*, 11(11), 114010.
- IEA (2021), *The Cost of Capital in Clean Energy Transitions*, Paris: International Energy Agency.
- Känzig, D. (2023), "The Unequal Economic Consequences of Carbon Pricing," NBER Working Paper 31221.
- Lane, P.R. (2024), "The Effectiveness and Transmission of Monetary Policy in the Euro Area," Jackson Hole Economic Symposium, 24 August 2024, European Central Bank.
- Lupu, I. et al. (2024), "Addressing the Renewable Energy Challenges through the Lens of Monetary Policy," *Energies*, 17(19), 4820.
- Marin, G. & Vona, F. (2019), "Climate Policies and Skill-Biased Employment Dynamics: Evidence from EU Countries," *Journal of Environmental Economics and Management*, 98, 102253.
- Millischer, L., Fu, M.C., Volz, U. & Beirne, J. (2024), Do Renewables Shield Inflation from Fossil Fuel-Price Fluctuations? (No. 2024/111), International Monetary Fund.
- Myllyvirta, L. (2026), "Fossil Power Fell in March after Hormuz Blockade," Centre for Research on Energy and Clean Air (CREA).
- Monnet, E. & van 't Klooster, J. (2023), "Using Green Credit Policy to Bring Down Inflation: What Central Bankers Can Learn from History," LSE Grantham Research Institute.
- Monnet, É. (2024), *Balance of Power: Central Banks and the Fate of Democracies*, University of Chicago Press.
- NRC (2026), "We kunnen als ECB onze ogen niet sluiten voor klimaatverandering. Dan doen we ons werk niet goed", entretien avec Frank Elderson, 22 avril 2026.
- Pereira da Silva, L.A., Kharroubi, E., Kohlscheen, E., Lombardi, M.J. & Mojon, B. (2022), "Inequality Hysteresis," *BIS*, 19 May 2022.
- Rudd, J.B. (2021), "Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)," Federal Reserve Board, FEDS 2021-062.
- Schmidt, T.S. et al. (2019), "Adverse Effects of Rising Interest Rates on Sustainable Energy Transitions," *Nature Sustainability*, 2(9).
- Semieniuk, G., Weber, I.M., Weaver, I.S., Wasner, E., Braun, B., Holden, P.B., Salas, P., Mercure, J.-F. & Edwards, N.R. (2025), "Best of times, worst of times: record fossil-fuel profits, inflation and inequality," *Energy Research & Social Science*, 127, 104221.
- Serebriakova, A., Polzin, F. & Sanders, M. (2026), "Monetary policy and energy installation: Implications for the European green transition," *Energy Economics*, 109159.
- Sgaravatti, G., Tagliapietra, S. & Zachmann, G. (2023), "Adjusting to the Energy Shock: The Right Policies for European Industry," *Bruegel Policy Brief* 11/2023.
- Smoleńska, A. (2024), "A European Credit Council for consistent and informed policymaking," *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 14(4), 505-518.

- Trichet, J.-C. (2011), Introductory statement to the press conference of 7 April 2011, Frankfurt: European Central Bank.
- Van 't Klooster, J. (2025), Overcoming myopia in the ECB's 2025 monetary policy strategy review, EMPN & Dezernat Zukunft, Berlin.
- Van 't Klooster, J. & Weber, I. (2024), Closing the EU's inflation governance gap: The limits of monetary policy and the case for a new policy framework for shockflation, Study PE 755.727, EGOV, European Parliament.
- Voldsgaard, A., Egli, F. & Pollitt, H. (2022), "Can We Avoid Green Collateral Damage from Rising Interest Rates?," UCL IIPP Blog, June 2022.
- Weber, I.M. & Wasner, E. (2023), "Sellers' inflation, profits and conflict: Why can large firms hike prices in an emergency?," *Review of Keynesian Economics*, 11(2), 183-213.
- Weber, I.M., Wasner, E., Lang, M., Braun, B. & van 't Klooster, J. (2025), "Implicit Coordination in Sellers' Inflation: How Cost Shocks Facilitate Price Hikes," *Structural Change and Economic Dynamics*.
- WindEurope (2023), Financing and Investment Trends 2022.

## Annexe

**Tableau 1 — Taux d'inflation IPCH de la zone euro (% en glissement annuel)**

Component (weight ‰)	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26
All-items HICP (1000.0)	1.7	1.9	2.6	3.0	3.2
Core HICP (719.8) <i>excl. energy, food, alcohol &amp; tobacco</i>	2.2	2.4	2.3	2.2	2.5
Food, alcohol & tobacco (189.8)	2.6	2.5	2.4	2.4	2.0
Energy (90.5)	-4.0	-3.1	5.1	10.8	10.9
Non-energy industrial goods (252.8)	0.4	0.7	0.5	0.8	0.9
Services (466.9)	3.2	3.4	3.3	3.0	3.5

Source : Eurostat, inflation dans la zone euro

**Tableau 2 — Taux d'inflation IPCH annuels (%), mai 2026**

HICP component	Euro area (May 2026, %)	Minimum (country)	Maximum (country)
All-items HICP	3.2	2.1 (Malta)	6.3 (Bulgaria)
Core HICP ( <i>excluding energy, food, alcohol &amp; tobacco</i> )	2.6	1.2 (Luxembourg)	4.9 (Bulgaria)
Food, alcohol & tobacco	1.9	-0.4 (Latvia)	4.7 (Bulgaria)
Energy	10.8	0.0 (Malta)	25.4 (Luxembourg)
Non-energy industrial goods	0.9	-3.4 (Cyprus)	2.1 (Spain)
Services	3.5	1.7 (Luxembourg)	9.0 (Bulgaria)

Source : Eurostat, inflation dans la zone euro

## Le canal *sellers' inflation* : les chocs de coûts comme dispositifs de coordination implicites

La conception conventionnelle suppose que la propagation de l'inflation à partir des chocs d'offre opère principalement par des spirales prix-salaires ou par un désancrage des anticipations. Cependant, des recherches récentes sur l'« inflation par la vente » (*sellers' inflation*) mettent en évidence un canal distinct et sous-estimé : les chocs de coûts touchant l'ensemble de l'économie peuvent fonctionner comme des dispositifs de coordination implicites permettant aux entreprises de relever leurs prix, amplifiant l'inflation bien au-delà du choc initial (Weber et Wasner 2023).

Weber, Wasner, Lang, Braun & van 't Klooster (2025) fournissent des preuves empiriques systématiques de ce canal, en analysant près de 139 000 transcriptions de conférences de résultats de plus de 4 800 sociétés cotées américaines (2007-2022). Ils constatent que d'importants chocs sur les prix des intrants, en particulier conjugués à des contraintes d'approvisionnement, sont corrélés à un sentiment positif des dirigeants d'entreprise à l'égard des hausses de coûts : les entreprises voient dans les chocs de coûts généralisés une occasion de relever leurs prix, car tous les concurrents subissent les mêmes pressions, ce qui offre une couverture à des hausses de prix qui seraient insoutenables en conditions normales.

Cela est cohérent avec la dynamique des profits observée lors de l'épisode inflationniste de 2021-2023. L'analyse de la BCE elle-même a documenté une hausse des profits unitaires jusqu'à environ deux tiers du déflateur du PIB en 2022, contre une moyenne historique d'un tiers (Hahn 2023), tandis qu'Arquié & Thie (2023) confirment une répercussion excessive au niveau sectoriel pour la France. L'inflation qui en résulte n'est donc pas un simple reflet mécanique de la hausse des coûts des intrants ; elle comporte une composante discrétionnaire déterminée par la structure de marché.

Les implications pour la réponse de politique monétaire sont directes. Si une part substantielle de l'inflation post-choc reflète une fixation stratégique des prix par les entreprises plutôt que des pressions de la demande, alors les hausses de taux d'intérêt, qui agissent du côté de la demande, sont mal calibrées pour y répondre. Une politique monétaire plus restrictive ne peut traiter le mécanisme de coordination du côté de l'offre et peut aggraver la situation : en comprimant la demande sans affecter le comportement de fixation des prix des entreprises disposant d'un pouvoir de marché, elle reporte la charge sur les ménages et les entreprises concurrentielles, tout en laissant intacte la composante de l'inflation tirée par les profits.

# LES AUTEURS

---

**Clara Leonard** est co-fondatrice et directrice générale de l'Institut Avant-garde. Docteure en économie, elle a travaillé à la Direction Générale du Trésor sur les questions européennes.

**Jens van' t Klooster** est professeur associé d'économie politique à l'Université d'Amsterdam et membre du panel d'experts monétaires du Parlement européen. Ses travaux portent sur la BCE, le verdissement du crédit et la légitimité démocratique des banques centrales.

**Benjamin Braun** est professeur assistant d'économie politique à la London School of Economics. Il dirige le projet de recherche « Central banking in hard times » à la Hertie School et est policy fellow au sein de l'EMPN.

**Éric Monnet** est directeur d'études à l'EHESS et professeur à l'École d'économie de Paris. Historien de l'économie, il travaille sur les banques centrales, le crédit et le système monétaire international.

À PROPOS



**L'Institut Avant-garde est un think tank non partisan qui développe des analyses et des propositions concrètes pour les décideurs, les universitaires, et toutes les générations de penseurs et de citoyens.**

Quatre principes nous guident :

**Édifier une vision systémique**

Les débats portent souvent sur des réformes particulières ; il nous semble important de les décloisonner et de développer une vision d'ensemble cohérente, indispensable, entre autres, à la planification écologique. Notre principe est que le maintien à tout prix de l'organisation existante des institutions, et l'application systématique de logiques de marché ne sont pas des fins en soi. Les structures économiques doivent être pensées pour évoluer en fonction des enjeux, et répondre à des objectifs démocratiquement discutés.

**Apporter une expertise académique forte**

Une vision large ne doit omettre les détails ni se passer de technicité. Un décalage existe trop souvent entre l'évolution de la recherche, les doctrines économiques en vigueur et la fabrique des politiques publiques. Nous traduisons l'état de l'art académique en propositions de politiques publiques crédibles aux yeux des décideurs.

**Tisser des liens entre les disciplines**

Nous invoquons les dernières recherches en macroéconomie, mais nous ne voulons pas nous en tenir à une approche strictement économique. L'histoire économique, la science politique, la géopolitique, les sciences du climat, la sociologie, l'anthropologie, ou encore la philosophie enrichissent et élargissent notre vision.

**S'appuyer sur un réseau de think tanks européens**

Aujourd'hui, les think tanks se nichent essentiellement à l'échelle nationale ou bruxelloise ; le European Macro Policy Network, dont nous faisons partie, enrichit ce paysage d'un troisième niveau continental. Une idée anime cette initiative lancée par l'institut allemand DeZernat Zukunft : si les désaccords entre nos gouvernements sont nombreux, il existe un courant intellectuel uni en faveur du changement.

À PROPOS

À LIRE  
*AUSSI*

[Lien numéro 1](#)

[Lien numéro 2](#)

[Lien numéro 3](#)

*[institutavantgarde.fr](http://institutavantgarde.fr)*

*45, rue de Sèvres, Paris VI<sup>e</sup>*