



**« Naviguer dans un monde incertain :
Bien positionner la politique monétaire pour tenir notre cap »**

**Discours de François Villeroy de Galhau,
Gouverneur de la Banque de France**

Sciences Po Paris, 2 avril 2026

Mesdames, Messieurs,

Merci de m'accueillir dans cette maison où je n'ai malheureusement pas étudié, mais où j'ai eu le privilège d'enseigner pendant près de dix ans la politique économique. Ce soir, je veux vous parler de politique monétaire : le sujet peut paraître technique – je vais viser d'être clair plutôt qu'austère – mais il est à l'évidence essentiel. Et depuis que nous avons convenu de ce rendez-vous il y a deux mois, la politique monétaire est redevenue d'une brûlante actualité : début 2026, elle était installée dans la « bonne position » du « 2+2 », 2% d'inflation et 2% de taux d'intérêt, voire presque ennuyeuse... Mais aujourd'hui, le rôle d'un banquier central est de décider dans l'incertitude, de distinguer l'information du bruit et de rester crédible. Et il n'est pas anodin d'en parler à Sciences Po, où une politique publique se doit d'être à la fois technique, mais aussi affaire de jugement, de confiance et d'institutions.

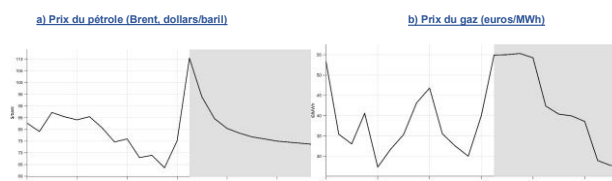
La guerre au Moyen-Orient nous place d'emblée face à une question apparemment simple : revivons-nous 2022, avec un choc des prix d'énergie à la suite d'une attaque militaire, suivi par une poussée inflationniste inédite depuis des décennies ? **(I)** Puis je viendrai à une question encore moins simple : que faut-il faire maintenant ? **(II)**

I. Pourquoi nous ne revivons pas 2022

Revivons-nous 2022 ? La réponse est à ce stade non. Mais ce « non » doit être expliqué, car il conditionne notre diagnostic comme notre action. Certes, le choc semble important, surtout en ce qui concerne le pétrole, puisque le prix du gaz était plus faible avant le choc de février 2026

UNE ENVOLÉE DES PRIX DE L'ÉNERGIE À LA SUITE DE LA CRISE IRANIENNE

Graphique 1: Prix du pétrole et du gaz



Sources: BCE, Refinitiv, Moyenne sur 3 jours, 31 mars.

Mais nous ne sommes pas en 2022 d'abord parce que la situation macroéconomique est différente. L'économie de la zone euro, comme celle de la France, n'est pas confrontée aux déséquilibres de sortie de pandémie : la forte demande de biens durables, notamment aux États-Unis avec le soutien budgétaire, couplée aux tensions sur les chaînes d'approvisionnement, alimentait alors des pressions inflationnistes. En février 2022, l'inflation en zone euro était de 5,9 % (4,2% en France) ; en février 2026, elle est revenue à 1,9% (1,1% en France).

L'orientation de la politique monétaire est également différente aujourd'hui. Nous ne sommes soumis à aucune contrainte liée aux achats d'actifs, à la *forward guidance* ou à la proximité de la borne inférieure des taux d'intérêt. La normalisation de la politique monétaire conduit à une réduction de la taille du bilan de la BCE, de manière graduelle et prévisible.

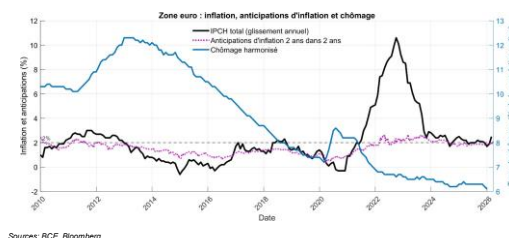
Cette bonne position de départ tient beaucoup à la séquence que nous avons traversée entre 2022 et 2025. À l'époque, la poussée inflationniste était d'une forte ampleur et beaucoup redoutaient qu'une récession soit nécessaire pour réduire l'inflation. Pourtant, la désinflation a été obtenue sans récession : l'activité a ralenti sans s'effondrer, les marchés du travail ont résisté, et surtout les anticipations d'inflation sont restées ancrées. Cette séquence nous a appris deux choses.

Premièrement, les chocs d'offre ne sont pas tous pareils.ⁱ Les chocs sur les prix de l'énergie, par exemple, se diffusent aux prix d'autres biens de consommation, comme l'alimentation. Mais pour des pays importateurs d'énergie, ils se traduisent par ce qui est parfois appelé une taxe implicite imposée aux consommateurs par l'extérieur, ce qui atténue la demande d'autres biens.ⁱⁱ Et, alors que les tensions dans le transport de biens ont des effets transitoires, une pénurie de biens intermédiaires a des répercussions à moyen terme.ⁱⁱⁱ La leçon de 2022 est d'abord qu'un choc d'offre n'est pas nécessairement durablement inflationniste : tout dépend de sa propagation. L'enjeu n'est pas seulement le choc initial sur le prix de l'énergie ou les approvisionnements, mais sa

transmission progressive aux composantes domestiques de l'inflation : salaires, prix des services, inflation sous-jacente, c'est-à-dire hors énergie et alimentation, et anticipations.

UNE DÉSINFLATION RÉUSSIE SANS RÉCESSION

Graphique 2: Inflation IPCH, anticipations de marché et chômage en zone euro



Sources: BCE, Bloomberg

SCENES PO - 2 AVRIL 2025

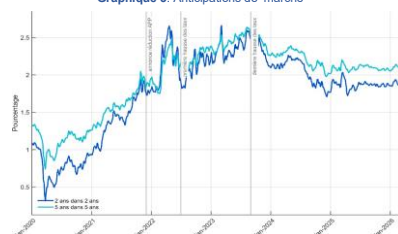
BANQUE DE FRANCE

La seconde leçon concerne la crédibilité de la banque centrale. Lorsque les anticipations restent ancrées, il n'est pas nécessaire de réagir excessivement en relevant agressivement les taux d'intérêt. Lorsque la crédibilité est établie, et donc les anticipations bien ancrées, la politique monétaire peut réagir sans précipitation, guidée par l'analyse et le jugement, sans appliquer une réaction mécanique telle par exemple le principe de Taylor, qui recommande de fixer les taux directeurs au-dessus de l'inflation (dans la « règle de Taylor » originale, il faut augmenter les taux directeurs de 1,5 point pour 1 point d'inflation).

Comme je l'ai déjà souligné ^{IV}, un cercle vertueux peut se former : parce que les agents croient à notre détermination, les anticipations restent mieux orientées ; et parce qu'elles restent mieux orientées, la désinflation est moins difficile et donc moins coûteuse en activité et en emploi.

PRÉSERVER L'ANCRAGE DES ANTICIPATIONS

Graphique 3: Anticipations de marché



Source: Bloomberg.
Note : Moyenne mobile sur 5 jours.

SCENES PO - 2 AVRIL 2025

BANQUE DE FRANCE

La crédibilité n'est donc pas un supplément de confort ; elle est un déterminant concret de l'efficacité de la politique monétaire. Et ce canal des anticipations ne

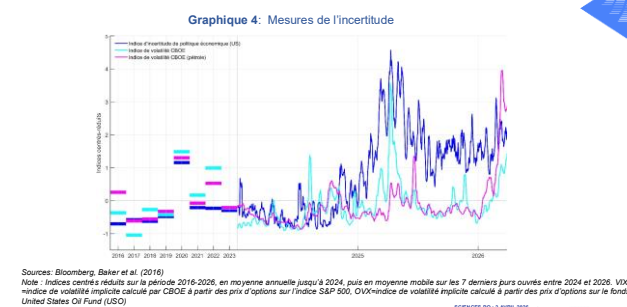
facilite pas seulement notre tâche : il change profondément l'économie de la désinflation.^v Mais la mémoire du choc récent, encore vive, peut ici avoir un effet ambivalent. D'un côté, cette mémoire peut rendre les comportements de formation des prix et des salaires plus réactifs : les agents économiques ont en tête l'épisode inflationniste récent, et leurs anticipations peuvent être plus sensibles à un nouveau choc énergétique. De l'autre, cette même mémoire rappelle aussi le succès de la politique monétaire : nous avons démontré notre capacité à ramener l'inflation vers la cible.

C'est pourquoi 2026 est à ce stade différente de 2022. Mais restons vigilants.

II. Que faut-il faire maintenant ?

Notre bonne position n'a jamais été, dans les (grandes) incertitudes des temps présents, une position confortable^{vi}. Mais nous nous trouvons aujourd'hui dans une situation plus inconfortable, pour deux raisons : nous faisons face à une incertitude très élevée ; et nous avons à traiter un choc d'offre négatif.

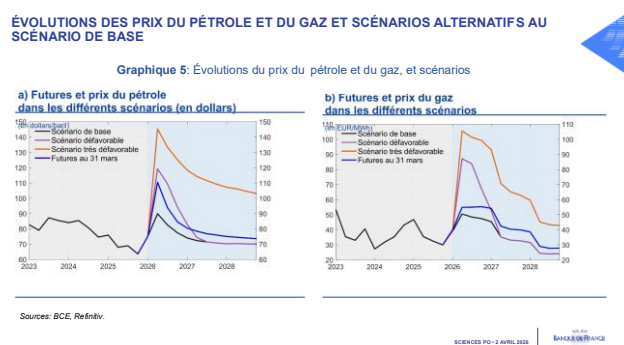
UNE INCERTITUDE TRÈS ÉLEVÉE



Faire face à l'incertitude

L'économiste Frank Knight dès 1921^{vii} est célèbre pour avoir distingué les risques – qu'on peut chiffrer – de l'incertitude – non chiffrable. La crise iranienne illustre un environnement où les probabilités sont mal définies, où des réactions non linéaires sont possibles et où les réactions de marché peuvent être rapides et parfois excessives. Dans un environnement d'incertitude, le recours à plusieurs scénarios est un outil précieux. C'est exactement ce que nous avons inscrit dans notre revue de la stratégie monétaire en juin dernier : nos décisions doivent tenir compte « non seulement de la trajectoire la plus probable, mais

aussi des risques et incertitudes qui l'entourent », notamment au moyen « d'analyses de scénarios et de sensibilité »^{viii}. Nous y sommes aujourd'hui, d'où les trois scénarios publiés par la BCE le 19 mars et la Banque de France le 25 mars.



Le scénario « de base » serait celui d'un choc significatif mais temporaire, avec une diffusion limitée et des anticipations qui restent ancrées. Un scénario plus « défavorable » verrait une diffusion plus large, avec des effets de second tour. Le prix du pétrole atteindrait alors 119 dollars par baril au deuxième trimestre 2026. Enfin, un scénario « très défavorable », bien que moins probable, combinerait un choc plus élevé et plus durable, associé à une augmentation de la volatilité des marchés financiers. Le prix du pétrole atteindrait 145 dollars par baril et resterait par la suite durablement à des niveaux plus élevés. Les prix du pétrole, actuels et futurs, dépassent aujourd'hui 100 dollars le baril, ce qui nous rapproche du scénario intermédiaire « défavorable ».

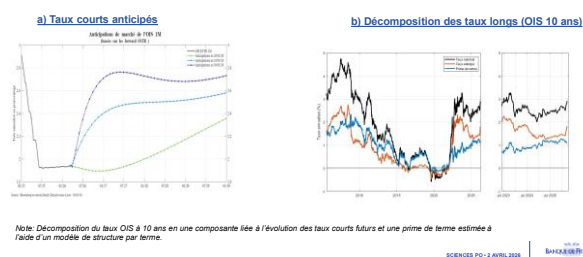
Pour identifier le scénario le plus probable, le suivi des indicateurs devient déterminant. Comme l'a souligné Christine Lagarde lors de la conférence de presse du 19 mars, nous suivons d'abord de près l'évolution des marchés de matières premières et d'énergie, ainsi que l'éventuelle réapparition de goulets d'étranglement.

Cette incertitude impose également une vigilance accrue sur la stabilité financière. Depuis le début mars, nous voyons déjà se durcir les conditions financières sur les marchés. Les investisseurs ont revu à la hausse le profil des taux directeurs, avec 2 à 3 hausses attendues d'ici à la fin de l'année. Les taux de marché sont remontés sur les échéances courtes, par exemple le taux

d'intérêt de référence au jour le jour de la zone euro, €STR, dans 2 ans a augmenté d'environ 70 points de base depuis le début du mois de mars, ainsi que le taux à 10 ans composite.

LES MARCHÉS ANTICIPENT DES HAUSSES DE TAUX COURTS QUI SE RÉPERCUTENT SUR L'ÉVOLUTION DES TAUX LONGS

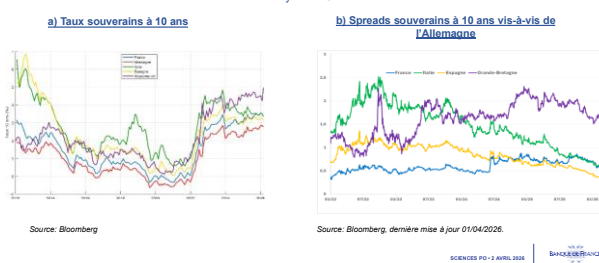
Graphique 6: Réaction anticipée de la politique monétaire



Une partie du freinage financier est donc déjà à l'œuvre. Il est plus fort dans les pays présentant plus de fragilités budgétaires : les taux à 10 ans se sont davantage tendus – les fameux « spreads » en France hélas, et plus encore en Italie et au Royaume-Uni. Cette fragilité même impose sur d'éventuelles mesures de soutien budgétaire une grande retenue, à la différence de 2022.

QUI SE RÉPERCUTENT SUR L'ÉVOLUTION DES TAUX LONGS

Graphique 7: Évolution des taux souverains à 10 ans en zone euro et au Royaume Uni



Mais ce mouvement ne se confond pas avec l'action actuelle de la banque centrale : il résulte à la fois d'une révision à la hausse des anticipations d'inflation, des taux d'intérêt anticipés, et d'une hausse des primes de risque. Si ce choc devait durer, le risque serait de voir ce durcissement gagner d'autres segments : les marchés actions, les dettes des entreprises les plus fragiles, certains marchés souverains, ou des acteurs de la finance non bancaire, dont le crédit privé. Ceci peut entraîner une instabilité financière. Ceci peut aussi poser une autre question décisive : celle de la transmission au financement de

l'économie, via un resserrement des conditions de crédit offertes aux ménages et aux entreprises.

Traiter un choc d'offre négatif

Le second défi est pour l'action : un tel choc d'offre négatif pousse l'inflation à la hausse mais ralentit l'activité, car il comprime aussi le revenu réel et la demande.

IMPACT DE LA CRISE IRANIENNE SUR LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES

Projections de mars 2026 pour la France et la zone euro

	FRANCE			ZONE EURO		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Scénario de base						
PIB réel	0,9	0,8	1,2	0,9	1,3	1,4
IPCH	1,7	1,4	1,6	2,6	2,0	2,1
Scénario défavorable						
PIB réel	0,6	0,8	1,2	0,6	1,2	1,6
IPCH	2,5	0,9	1,3	3,5	2,1	1,6
Scénario très défavorable						
PIB réel	0,3	0,4	1,5	0,4	0,9	1,9
IPCH	3,3	1,7	0,9	4,4	4,8	2,8

Sources: BCE, Banque de France
 Note: De ligne dans le scénario de base - révision depuis décembre 2025 (pp)

SCENARIOS PO - 2 AVRIL 2026

BANQUE DE FRANCE

Toute la difficulté est de ne pas laisser filer l'inflation sans pour autant sur-réagir à un choc qui, par ailleurs, freine déjà l'économie. Notre responsabilité ne porte évidemment pas sur le prix du pétrole ou du gaz pris isolément. Notre responsabilité, c'est davantage la manière dont ce choc se transmettra — ou non — à l'inflation sous-jacente, aux anticipations, aux conditions financières, et in fine à la stabilité des prix à moyen terme. Notre fonction de réaction reste fondée sur les trois critères que nous avons explicités depuis 2023 : les perspectives d'inflation, y compris anticipées, l'inflation sous-jacente et la transmission de la politique monétaire. Face au choc d'offre actuel, notre attention se porte plus particulièrement sur les deux premières jambes. L'enjeu est, au-delà du choc initial sur l'énergie, sa diffusion aux composantes domestiques de l'inflation : les salaires, les prix des services, l'inflation hors énergie et alimentation, et leur trajectoire à venir. C'est là que se joue la persistance. Nous sommes donc très attentifs aux anticipations de prix des entreprises, notamment à travers nos enquêtes mensuelles Banque de France, qui sont d'excellents capteurs de la fréquence et de l'ampleur des révisions de prix. Nous suivons aussi les anticipations d'inflation des ménages, ainsi que les indicateurs de salaires.

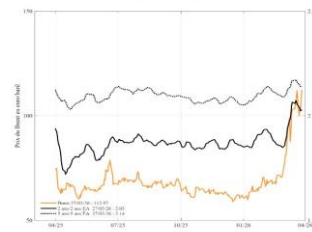
La politique monétaire se joue donc à deux tours : au premier tour, apprécier le mieux possible l'intensité et la durée du choc ; mais surtout, limiter sa propagation par les effets de second tour et indirects.

Que pouvons-nous dire des tout derniers développements, au-delà de la grande volatilité des déclarations et informations ?

- D'abord que la prolongation du conflit est évidemment négative. Nous sommes aujourd'hui 2 avril plus proches du scénario intermédiaire défavorable, que du scénario de base retenu par la BCE le 19 mars.
- Ensuite que les chiffres d'inflation de mars pour la zone euro et la France, publiés avant-hier, confirment un fort effet de premier tour : l'énergie a augmenté de 4,9% en zone euro et en conséquence l'inflation totale de 2,5% en zone euro et 1,9% en France. Mais l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation, qui représente 73% de l'indice des prix en France) est restée à ce stade bien maîtrisée à 1,3% en France et 2,3% en zone euro.

LES ANTICIPATIONS DES MARCHÉS ONT FORTEMENT MONTÉ

Graphique 8: Anticipations d'inflation de marché et prix du Brent
H.S. Zone Euro (moyenne mobile sur 5 jours) et Brent



Source: Bloomberg, calculs Banque de France. Dernière mise à jour: 27/03/22

SCENES PO - 2 AVRIL 2022

BANQUE DE FRANCE

- Pour autant, la plus grande vigilance est de mise : les anticipations d'inflation des marchés ont fortement monté ; nous n'avons pas encore celles des entreprises et des ménages. Et nos modèles *macroéconomiques* peuvent sous-estimer des enchaînements microéconomiques plus négatifs : ruptures de certaines chaînes d'approvisionnement sur le plastique ou d'autres produits dérivés ; tentations des entreprises, même dans d'autres secteurs que ceux directement affectés par le choc initial, de « préempter » des hausses de prix.
- Il est très prématuré d'anticiper un calendrier de hausse des taux de la BCE. Mais il est clair que nous avons la capacité d'agir quand il le faudra et comme

il le faudra. À l'évidence, le prochain changement de taux directeurs a désormais de fortes chances d'être à la hausse.

Permettez-moi enfin de dissiper une idée fausse : « la politique monétaire ne serait pas adaptée à la France avec l'inflation la plus faible de la zone euro ». Rappelons que la politique monétaire vise la zone euro, pas un pays. En France, le bas niveau récent de l'inflation est un atout pour la compétitivité et le pouvoir d'achat. Mais il s'explique par des facteurs spécifiques et en partie transitoires : évolution des prix de l'électricité depuis février 2025 et caractéristiques françaises issues du choc précédent — moindre exposition au gaz, bouclier tarifaire, fréquence plus élevée des négociations salariales, d'où une désinflation plus rapide dans les services. Par ailleurs, la France a été moins exposée que d'autres économies de la zone euro au choc énergétique de 2021-2022 : l'inflation harmonisée a culminé à 10,6% dans la zone euro, contre 7,3% en France. Surtout, comparer un taux à 10 ans à l'inflation instantanée du mois n'est pas économiquement le bon calcul. Pour juger du taux réel pertinent, il faut retrancher l'inflation anticipée sur les prochaines années. Or, à 5 ou 10 ans, les anticipations d'inflation françaises sont arrimées à la même référence que celles de la zone euro.

**

Je conclus en reprenant le titre de mon intervention : nous devons naviguer dans un monde de plus en plus incertain. Edgar Morin l'a joliment dit : « Nous essayons de nous entourer d'un maximum de certitudes, mais vivre, c'est naviguer dans une mer d'incertitudes, à travers des îlots et des archipels de certitudes sur lesquels on se ravitaille^{ix} ». Nous ne commandons à l'évidence pas le vent, ni la mer. Nous ne choisissons pas les conflits géopolitiques, ni les conditions de navigation à travers Ormuz, ni leurs conséquences sur le prix du pétrole. Mais nous connaissons le point de départ et le point d'arrivée. Au départ, un bon positionnement et nettement moins de pressions inflationnistes qu'en 2022. À l'arrivée, nous avons une détermination sans faille à stabiliser l'inflation à 2% à moyen terme. Notre cap reste clair : la stabilité des prix, parce

que c'est notre mandat, et parce que c'est l'attente de nos concitoyens, au service du pouvoir d'achat, de la confiance dans la monnaie et de la solidité de notre économie. Les ménages et les entreprises peuvent avoir confiance dans la banque centrale : entre 2023 et 2025, il a été possible de ramener l'inflation vers la cible sans provoquer de récession. Cette fois plus encore, croyez-moi nous agirons, si nécessaire, sans précipitation mais sans hésitation. Merci de votre attention.

ⁱ Villeroy de Galhau (F.) (2024), [*Perspectives sur la politique monétaire \(II\): Trois repères pour un futur de "Grande volatilité"*](#), discours, London School of Economics, Londres, 30 octobre.

-
- ⁱⁱ Kharroubi (E.), Smets (F.) (2024), "[Energy shocks as Keynesian supply shocks: Implications for fiscal policy](#)", *European Economic Review*, 170, 104875.
- ⁱⁱⁱ Elsayed (M.), Marx (M.), Grosse-Steffen (C.) (2025), [Global sectoral supply shocks, inflation, and monetary policy](#), Banque de France Working Paper Series no 1026, 22 décembre
- ^{iv} Villeroy de Galhau (F.) (2024), [Perspectives sur la politique monétaire \(I\) : Trois leçons de la récente poussée de l'inflation](#), discours, Université de New-York, New-York, 22 octobre
- ^v Dupraz (S.), Marx (M.) (2025), [Les avantages d'un ancrage solide des anticipations d'inflation](#), Bloc-notes Eco 396, Banque de France, 20 mars.
- ^{vi} Villeroy de Galhau (F.) (2025), [A propos de notre politique monétaire : une bonne position, mais pas une position confortable, ni une position figée](#), discours, Symposium CEPR, Paris, 5 décembre.
- ^{vii} Knight (F.H.) (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, p. 19-20.
- ^{viii} BCE (2025), *Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE*, juin, § 9 : « le Conseil des gouverneurs [...] tient compte non seulement de la trajectoire la plus probable de l'inflation et de l'économie, mais également des risques et incertitudes qui l'entourent », notamment au moyen d'« analyses de scénarios et de sensibilité ».
- ^{ix} Morin (E.) (2020), « [Nous devons vivre avec l'incertitude](#) », entretien, CNRS Le Journal, 6 avril