

2. Politique monétaire : changement de plan

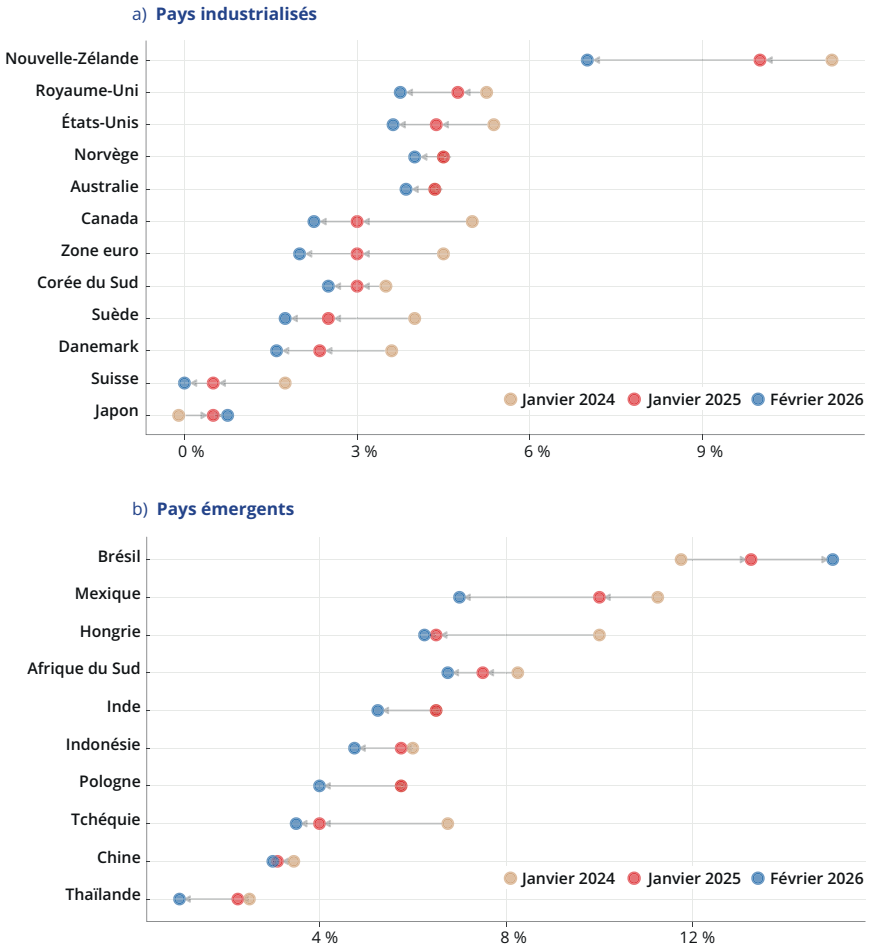
La reprise post-Covid fut accompagnée d'une hausse de l'inflation, largement amplifiée ensuite par l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022. Après avoir cherché à stimuler une inflation moribonde entre 2009 et 2020, les banques centrales se sont d'abord montrées prudentes en n'augmentant pas les taux d'intérêt même si l'inflation dépassait leur cible depuis l'été 2021. Le resserrement généralisé des politiques monétaires s'est produit en 2022. L'inflation dépassait alors 8 % aux États-Unis ou dans la zone euro, lorsque la Réserve fédérale, puis la BCE ont augmenté les taux en mars et juillet 2022 respectivement¹. Après plus de 10 ans de taux d'intérêt proches de zéro, le taux directeur aux États-Unis fut ainsi porté à 5,5 % en juillet 2023, quand la BCE ou la Banque d'Angleterre allaient jusqu'à 4,5 % et 5,25 % respectivement. Au Japon, cet épisode inflationniste fut une aubaine puisqu'il signifiait la sortie d'un épisode déflationniste de près de 30 ans. Pour autant, après quelques tentatives de remontée des taux qui avait fait replonger l'économie japonaise dans la stagnation, la Banque du Japon s'est montrée encore plus prudente que ses homologues, attendant mars 2024 pour repasser le taux directeur en territoire positif.

La décruce des prix de l'énergie a permis d'amorcer un cycle d'assouplissement monétaire à partir de 2024 (graphique 2.1), dont le rythme fut lié à la convergence de l'inflation vers la cible des banques centrales. Ainsi, la première baisse de taux est intervenue en juin 2024 dans la zone euro. En juin 2025, l'inflation atteignait la cible de 2 % de la BCE qui a alors maintenu son taux directeur à 2 % depuis. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'inflation est repartie à la hausse dès la fin de l'année 2024, ce qui a conduit la Réserve fédérale à faire une pause dans son cycle d'assouplissement à partir de décembre 2024 tandis que la Banque d'Angleterre le poursuivait mais de façon bien plus modérée.

1. Certaines banques centrales ont cependant été plus rapides à réagir comme par exemple en Nouvelle-Zélande, en Corée du Sud, en Pologne, au Mexique, au Brésil ou au Royaume-Uni avec une première hausse de la Banque d'Angleterre en décembre 2021.

La dégradation de la situation sur le marché du travail mi-2025, et peut-être les pressions répétées de Donald Trump à l'encontre de Jerome Powell, ont amené la banque centrale américaine à décider de trois baisses de taux consécutives lors des réunions de septembre, octobre et décembre 2025. La Banque du Japon se singularisait dans ce paysage par la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire et un taux directeur porté à 0,75 % en décembre 2025.

Graphique 2.1. Évolution des taux de politique monétaire depuis janvier 2024



Source : BRI.

Jusqu'en février 2026, ce scénario était amené à se poursuivre. La Banque centrale européenne (BCE) anticipait une inflation stable autour de 2 %, et la principale question était de savoir s'il y aurait une nouvelle baisse ou au contraire une hausse de taux. À cet égard, Christine Lagarde prenait soin d'indiquer que toutes les options demeuraient ouvertes selon l'évolution de la situation économique. Aux États-Unis, l'arbitrage entre inflation et croissance semblait tourner favorablement en faveur de ce dernier même si l'inflation devait se maintenir au-dessus de 2 % tout au long de l'année 2026. Lors de la réunion de décembre 2025, les membres du Federal Open Market Committee (FOMC) révisaient à la baisse leur anticipation d'inflation à 2,4 % pour la fin de l'année 2026 (tableau 2.1) contre 0,2 point de plus lors de la réunion de septembre.

Surtout l'arrivée d'un nouveau président, normalement Kevin Warsh, nommé par Donald Trump, ouvrait la possibilité d'une banque centrale plus conciliante et plus en phase avec les objectifs du président des États-Unis. Les membres du FOMC comme les *Fed Watchers* anticipaient ainsi deux voire trois nouvelles baisses de taux d'ici à la fin de l'année. Le taux de la Banque d'Angleterre aurait probablement suivi une trajectoire similaire. Quant à la Banque du Japon, l'arrivée au pouvoir de Sanae Takaichi ouvrait un débat sur les éventuelles pressions que pourrait subir la banque centrale pour mettre un terme aux hausses de taux dans un pays où le degré d'indépendance de la banque centrale est plus faible que celui de ses homologues (BCE, BoE ou FED)².

2.1. Les banques centrales dans les starting-blocks

Tout a été remis en cause avec la guerre lancée par les États-Unis et Israël contre l'Iran, qui provoque de nouvelles tensions sur les prix de l'énergie et se traduira par une remontée de l'inflation comme l'indiquent les premières estimations de l'inflation dans la zone euro pour le mois de mars³. Le statu quo fut logiquement privilégié lors des réunions du mois de mars de la BCE, de la Réserve fédérale, de la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon (BoJ) puisqu'elles ne disposaient ni des premières estimations d'inflation, ni d'éléments précis quant à la durée du conflit.

2. Voir par exemple <https://cbidata.org/> pour l'indicateur d'indépendance proposé par Romelli. D., 2022, « *The political economy of reforms in Central Bank design: Evidence from a new dataset* », *Economic Policy*, vol. 37, n° 112, pp. 641-688.

3. L'indice des prix à la consommation des États-Unis pour le mois sera communiqué le 10 avril 2026.

Néanmoins, les prévisions du staff de la BCE ou des membres du FOMC indiquent clairement une révision à la hausse de l'inflation pour 2026 (tableau 2.1). Selon la BCE, elle s'élèverait à 2,6 % en moyenne sur 2026 tandis que selon les membres du FOMC, elle serait dorénavant de 2,7 % fin 2026. On note aussi que les prévisions de croissance ont été revues à la baisse, ce qui est donc susceptible de créer un conflit d'objectifs. Dans le cas de la BCE, la hiérarchie des objectifs devrait logiquement la conduire à être plus attentive à l'inflation. Toutefois, son mandat vise à garantir la stabilité à moyen terme, ce qui lui donne donc des marges de manœuvre si le choc inflationniste est jugé transitoire. Dans le communiqué publié à l'issue de la réunion du 19 mars 2026, les membres du FOMC rappellent qu'ils seront attentifs aux risques portant sur les deux dimensions de leur mandat : la stabilité des prix et le plein emploi⁴.

Tableau 2.1. Prévisions d'inflation de la BCE et de la Réserve fédérale

Réunion	BCE		FED	
	2026	2027	2026	2027
Septembre 2025	1,7	1,9	2,6	2,1
Décembre 2025	1,9	1,8	2,4	2,1
Mars 2026	2,6	2,0	2,7	2,2

Sources : BCE, Réserve fédérale, prévision OFCE avril 2026.

Les chocs sur les prix de l'énergie placent de fait les banques centrales face à un dilemme, puisqu'il n'est pas nécessairement optimal de réagir à ce type de choc, parce qu'ils sont généralement transitoires. Étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, les effets des hausses de taux pourraient se matérialiser une fois que l'inflation aura disparu⁵. Par ailleurs, les banques centrales ne peuvent pas contrer la hausse des prix de l'énergie, plus encore si celle-ci résulte d'un choc géopolitique⁶. C'est d'ailleurs ce que rappelait récemment

4. Contrairement à la BCE, le mandat de la Réserve fédérale place la stabilité des prix et le plein emploi au même rang.

5. Pour les États-Unis, la transmission de la politique monétaire atteint un pic après 12 mois environ (Miranda-Agrippino S. et G. Ricco, 2021, « [The transmission of monetary policy shocks](#) », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 13, n° 3, pp. 74-107). Romer et Romer identifient néanmoins un délai de transmission plus long avec un pic atteint plus de deux ans après la hausse (Romer C. D. et D. H. Romer, 2023, « [Presidential address: Does monetary policy matter? The narrative approach after 35 years](#) », *American Economic Review*, vol. 113, n° 6, pp. 1395-1423).

6. Une hausse des prix de l'énergie qui serait liée à une forte demande mondiale pourrait en effet être contrée par un resserrement coordonné des politiques monétaires.

Christine Lagarde dans une intervention du 25 mars 2026⁷. Par conséquent, une politique monétaire plus restrictive amplifie le ralentissement de la demande provoqué par la baisse du pouvoir d'achat, sans parvenir à agir sur les sources de l'inflation, sauf celle qui pourrait résulter d'effets de second tour.

Pour autant, l'absence de réponse à un choc inflationniste pourrait se traduire par une perte de crédibilité des banques centrales. La stabilité des prix est au cœur de leur mandat et les agents pourraient ne pas comprendre qu'elles restent passives ou qu'elles soient impuissantes. Ainsi, il leur fut parfois reproché d'avoir réagi trop tardivement lors de l'épisode inflationniste de 2021-2022. Il y a donc un arbitrage périlleux entre la prudence face à un choc dont la durée est incertaine et le risque de perdre en crédibilité si l'inflation est durablement plus élevée⁸. Une autre justification en faveur du resserrement monétaire est liée au risque d'effet de second tour. La hausse des taux permettrait de limiter la diffusion de la hausse des prix de l'énergie aux autres prix. Ce risque devrait notamment dépendre des anticipations des agents. Or les ménages comme les entreprises ayant encore en tête le précédent épisode pourraient être moins convaincus par un épisode inflationniste temporaire. La réaction des banques centrales pourrait donc être plus rapide qu'en 2021-2022. Dans tous les cas, elles seront attentives à l'évolution des différents indicateurs d'anticipation d'inflation.

En pratique, les décisions de taux prises par les banques sont assez corrélées avec l'inflation (graphique 2.2), ce qui suggère que la politique monétaire tend à se durcir quand l'inflation augmente et à s'assouplir quand elle diminue. On note toutefois une corrélation moins élevée sur la période post-Covid, par rapport à la période pré-crise financière de 2009, ce qui pourrait refléter la relative prudence dont ont fait preuve les banques centrales en 2021-2022. Les travaux d'Hofmann, Manea et Mojon⁹ confirment d'ailleurs que les banques centrales réagissent moins lorsque l'inflation est principalement liée à des facteurs d'offre comparativement aux situations où elle résulte de facteurs de demande. Dans ce dernier cas, le conflit d'objectif disparaît et il est optimal de mener une politique monétaire restrictive.

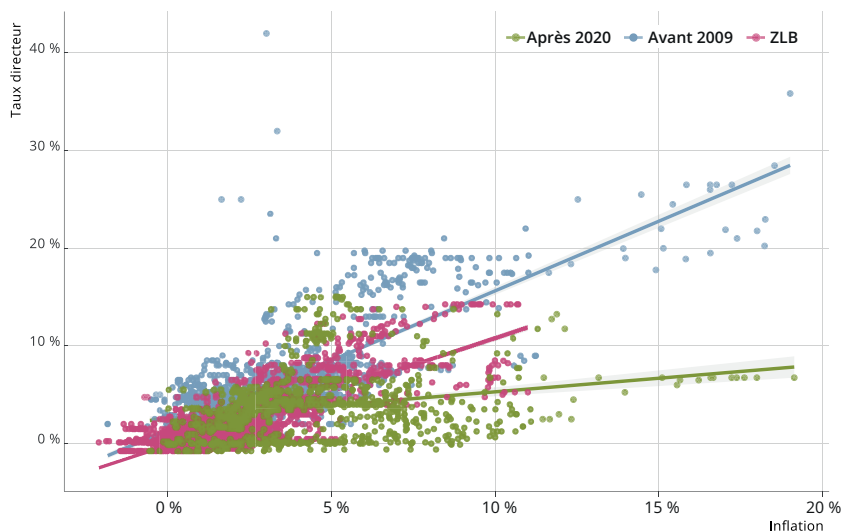
7. Voir <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260325~ac2916a211.en.htm>

8. Ehrmann indique cependant que les études empiriques suggèrent que c'est surtout l'environnement macroéconomique global qui affecte la confiance à l'égard des banques centrales et que l'effet de l'inflation n'est pas primordial.

9. Hofmann B., C. Manea et B. Mojon, 2024, « Targeted Taylor rules : Monetary policy responses to demand-and supply-driven inflation », *BIS Quarterly Review*, n° 241.

Sous l'hypothèse d'un pic des prix de l'énergie au deuxième trimestre 2026, puis d'une baisse relativement rapide, les banques centrales devraient juger inutile de durcir leur politique monétaire¹⁰. Cette crise devrait définitivement exclure la possibilité d'un assouplissement supplémentaire dans la zone euro et décaler les baisses que nous aurions pu anticiper au cours de l'année 2026 pour la Réserve fédérale et la BoE. Cependant, en cas de crise prolongée et de tensions accrues sur les prix de l'énergie, les banques centrales devraient resserrer leur politique monétaire. Nous supposons qu'il y aurait au moins trois hausses de taux (tableau 2.2), ce qui amplifierait fortement le ralentissement de l'activité. Le cumul de l'effet négatif de la hausse des prix de l'énergie et du resserrement monétaire pousserait la France et l'Italie en récession et réduirait fortement la croissance allemande, américaine, espagnole et britannique.

Graphique 2.2. Taux de politique monétaire et inflation



Note : La figure établit la corrélation entre les taux directeurs des banques centrales et l'inflation sur données mensuelles, depuis 1999, pour un échantillon de 15 pays : Australie, Brésil, Canada, Corée du Sud, Danemark, États-Unis, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pologne, Suède, Suisse et zone euro.

Sources : BRI, OCDE.

10. Les prochaines réunions de politique monétaire de la Réserve fédérale et de la BCE auront lieu respectivement les 29 et 30 avril. Une désescalade et la perspective d'un déblocage rapide du détroit d'Ormuz devraient se refléter rapidement dans les prix, incitant donc les banques centrales à maintenir le statu quo.

Tableau 2.2. Taux directeurs des banques centrales

Dates	FED		BCE		BoE	
	Central	Escalade	Central	Escalade	Central	Escalade
2026-03-01	3,8	3,8	2,0	2,0	3,8	3,8
2026-06-01	3,8	3,8	2,0	2,5	3,8	4,0
2026-09-01	3,8	4,2	2,0	3,0	3,8	4,5
2026-12-01	3,8	4,5	2,0	3,0	3,8	4,5
2027-03-01	3,8	4,5	2,0	3,0	3,8	4,5
2027-06-01	3,8	4,5	2,0	3,0	3,8	4,5
2027-09-01	3,5	4,5	2,0	3,0	3,5	4,5
2027-12-01	3,2	4,5	2,0	3,0	3,2	4,5

Sources : OFCE, prévision avril 2026, prévision OFCE avril 2026.

