

3. La Réserve fédérale sous pression

3.1. La politique monétaire suit l'inflation

La poursuite de la baisse de l'inflation en 2024 a permis aux banques centrales des pays industrialisés et émergents de continuer à baisser les taux d'intérêt au cours des huit premiers mois de l'année 2025. La Banque du Japon et celle du Brésil font toutefois figure d'exception. Le Japon semble définitivement sortir d'une période prolongée de déflation, ce qui permet à la banque centrale de normaliser la politique monétaire en réaugmentant les taux de façon modérée et en réduisant sa politique d'achats de titres. Au Brésil l'inflation élevée – supérieure à 4 % depuis mai 2024 – a conduit la banque centrale à durcir la politique monétaire, en augmentant le taux de 4,5 points depuis août 2024 pour le porter à 15 %. Les autres banques centrales sont toutefois restées vigilantes à la fois parce que la convergence vers leur cible d'inflation n'était pas totalement garantie et parce que l'incertitude et la perspective de droits de douane plus élevés peuvent remettre en cause la baisse de l'inflation. C'est la raison pour laquelle la Réserve fédérale avait interrompu la baisse de taux amorcée en septembre 2024 et maintenu son taux à 4,5 % entre janvier 2025 et septembre 2025. La décision récente de baisser le taux d'un quart de point s'explique par une situation plus dégradée qu'anticipée sur le marché du travail et non par l'inflation qui a au contraire réaugmenté depuis avril.

3.2. To Trump or not to Trump

Ce dilemme devrait s'amplifier puisque l'inflation américaine se maintiendrait au-dessus de 3 % en 2026, et ne baisserait que très modérément en fin d'année. Les différents indicateurs d'anticipation d'inflation semblent relativement cohérents avec ce scénario et confirment une révision des anticipations après la victoire de Donald Trump aux élections présidentielles de 2024 (encadré 3.1). Pour autant, la situation n'est pas comparable à celle de 2022 qui avait vu l'inflation

monter jusqu'à 7,2 %¹. Les tensions inflationnistes seraient relativement modérées et comparables aux épisodes observés pendant la Grande Modération. Lors de ces épisodes, la Réserve fédérale avait durci sa politique monétaire comme ce fut le cas par exemple à la fin des années 1980 ou entre 2005 et 2007, où l'inflation dépassait également 3 % (graphique 3.1). De fait, le double mandat de la Réserve fédérale américaine lui donne de la souplesse pour arbitrer entre ses deux objectifs de stabilité des prix et de plein-emploi. Elle pourra donc justifier de nouvelles baisses de taux par l'impact négatif de la hausse des droits de douane sur la croissance et le chômage. Mais l'orientation de la politique monétaire pourrait aussi être implicitement liée aux pressions exercées par Donald Trump sur Jerome Powell. Pendant la campagne présidentielle, Donald Trump n'avait d'ailleurs pas caché sa volonté d'influencer les décisions de politique monétaire remettant en cause l'indépendance de la Réserve fédérale. Jusqu'en septembre, Jerome Powell avait résisté à ces pressions, et le Federal Open Market Committee (FOMC) avait privilégié le statu quo. Mais le mandat de Jerome Powell arrive à son terme en mai 2026 et le choix du nouveau président de la Réserve fédérale donnera l'occasion à Donald Trump de renforcer son influence. Le choix devrait se porter sur Stephen Miran, nommé en septembre au sein du FOMC, en remplacement d'Adriana Kugler dont le mandat arrivait à terme en janvier mais qui a démissionné.

Encadré 3.1. Anticipations d'inflation : un impact tangible de l'élection de Trump ?

L'élection de Donald Trump à la fin de l'année 2024 a suscité une réévaluation des anticipations d'inflation, mais avec, sans surprise, des effets contrastés entre les États-Unis et la zone euro.

Aux États-Unis, l'enquête réalisée par la Réserve fédérale de Philadelphie auprès des prévisionnistes (*Survey of Professional Forecasters*, SPF) montre un déplacement marqué de la distribution des anticipations pour 2026 entre l'enquête réalisée au quatrième trimestre 2024 et celle du troisième trimestre 2025. La probabilité associée à des niveaux d'inflation supérieurs à 3 % s'est accrue de manière notable, traduisant une perception plus forte des risques inflationnistes. Cette révision à la hausse peut refléter plusieurs facteurs anticipés par les professionnels : la hausse des droits de douane et l'impact de la guerre commerciale sur les biens importés, l'expansion

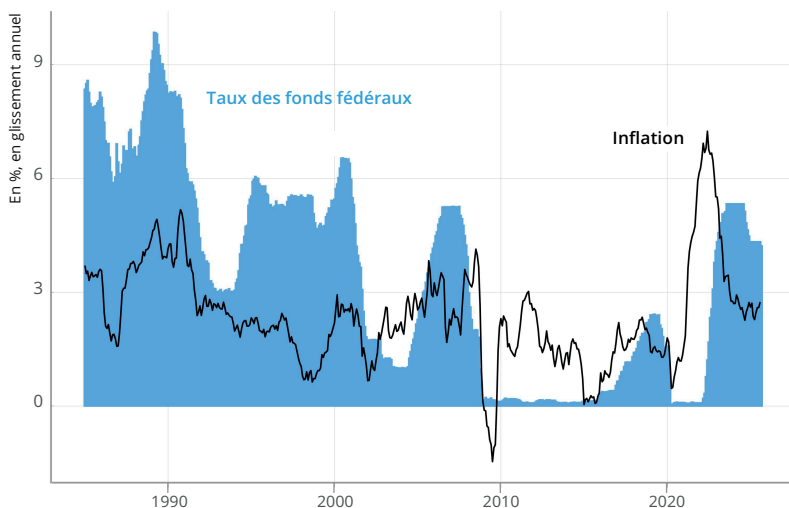
1. Pic atteint en juin 2022 avec le déflateur de la consommation qui est l'indicateur ciblé par la Réserve fédérale. Le pic était à 9 % avec l'indice des prix à la consommation.

budgétaire ainsi que les incertitudes entourant l'orientation de la politique monétaire, voire l'indépendance de la Réserve fédérale.

Dans la zone euro, les résultats du SPF de la Banque centrale européenne (BCE) pour 2026 montrent au contraire une stabilité des anticipations. Pour 2026, la distribution des prévisions reste centrée autour de 2 %, dans un intervalle compris entre 1,8 % et 2,2 %, confirmant que les anticipations d'inflation demeurent ancrées sur la cible de la BCE. Les chocs extérieurs liés à la politique américaine – droits de douane, tensions commerciales, fluctuations du dollar et des prix de l'énergie – semblent donc avoir eu un impact limité sur les anticipations des prévisionnistes européens, qui continuent de privilégier un scénario de stabilité à moyen terme.

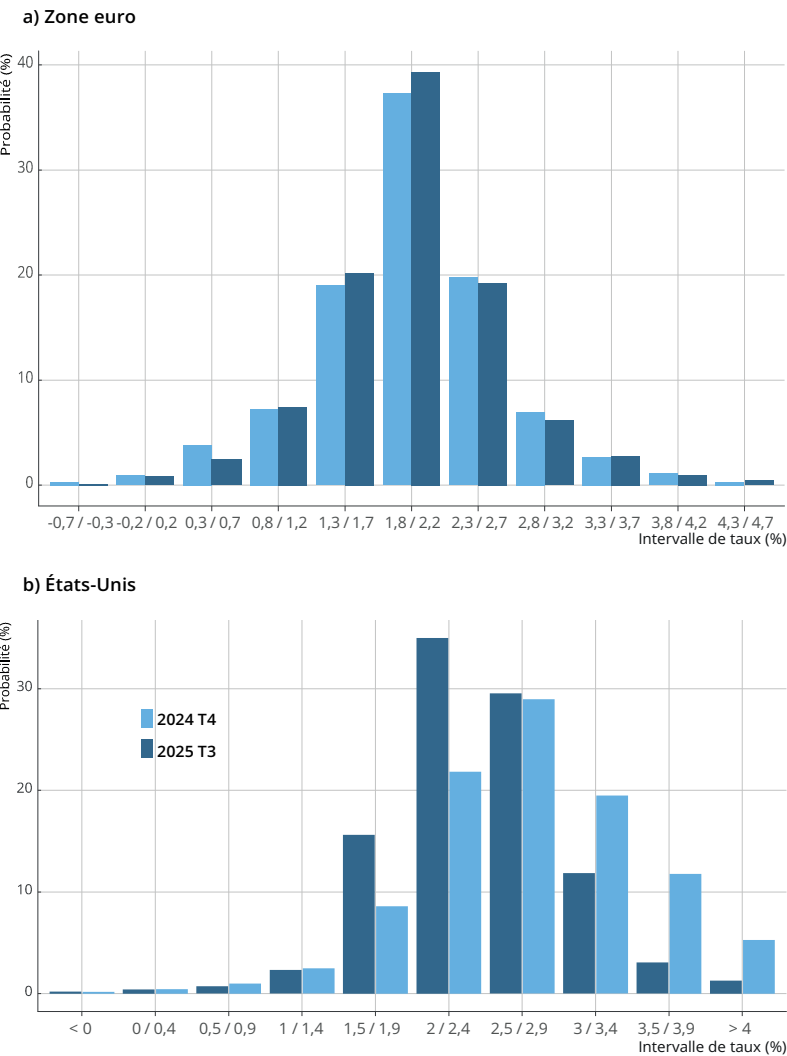
Les anticipations des ménages américains ont toutefois évolué de manière plus marquée. Selon les données du *Michigan Survey*, l'inflation anticipée à un an dépassait 6 % en janvier, avant un reflux progressif vers environ 4,8 % au printemps. Ce niveau demeure largement supérieur à l'inflation anticipée par les professionnels, illustrant une inquiétude plus vive du grand public face à la persistance des pressions inflationnistes. Ce décalage entre la perception des ménages et celle des experts souligne les difficultés de la Réserve fédérale à maintenir un ancrage homogène des anticipations dans un contexte international instable. L'enquête réalisée auprès des ménages de la zone euro (*Consumer Expectations Survey*) illustre également le décalage entre les anticipations des ménages et celles des professionnels. Mais là encore, les données montrent une inflation anticipée à un an bien plus proche de la cible de 2 % dans la zone euro (3,1 % en août 2025).

Graphique 3.1. Inflation et politique monétaire américaine



Sources : FRED, prévisions OFCE octobre 2025.

Graphique 3.2. Éléments sur l'inflation



Sources : Réserve fédérale de Philadelphie (SPF), prévisions OFCE octobre 2025.

En résumé, l’élection américaine a eu un effet haussier perceptible sur les anticipations d’inflation aux États-Unis, mais pas en zone euro. Cette divergence illustre la différence de sensibilité des anticipations professionnelles aux politiques économiques nationales et confirme le rôle stabilisateur de l’ancrage crédible de la BCE.

Pour autant, les décisions de la Réserve fédérale sont prises par les 12 membres votants du FOMC². La nomination d'une nouvelle personnalité au sein du FOMC ne permet donc pas d'en assurer le contrôle. La tentative de renvoi de Lisa Cook est sans doute un moyen supplémentaire utilisé par Donald Trump pour accroître son influence. Dans tous les cas, il sera intéressant de voir quelle sera l'attitude des autres membres à partir de mai prochain. En effet, lors de la réunion de septembre, seul Stephen Miran avait indiqué préférer une baisse de 0,5 point du taux. De même que l'ensemble des décisions de statu quo prises entre janvier et juillet l'ont été à l'unanimité. Il y a donc dans l'ensemble un large consensus au sein du comité sur une certaine prudence. Dans notre scénario nous supposons que la banque centrale américaine poursuivra un assouplissement modéré pour amortir l'impact des différents chocs sur la croissance et prendra donc peut être le risque de perdre en crédibilité si elle semble céder aux exigences de Donald Trump.

3.3. La BCE sereine ?

La BCE se trouve dans une position assez différente. Son action ne fait pas l'objet de critiques accrues et son indépendance n'est pas contestée, contrairement à celle de la Réserve fédérale depuis l'élection de Donald Trump. Surtout, la situation économique de la zone euro diffère de celle des États-Unis puisque l'inflation y est bien plus faible. Par ailleurs, la BCE a continué de baisser son taux directeur, fixé à 2 % en juin 2025. La principale interrogation réside dans l'opportunité de poursuivre ou non l'assouplissement monétaire. Le risque inflationniste semble modéré. Les enquêtes auprès des professionnels suggèrent une inflation sous-jacente proche de 2 % en 2026. Les risques à la baisse sur la croissance sont sans doute plus importants, ce qui plaiderait pour une baisse supplémentaire en fin d'année 2026 avant une stabilisation du taux de politique monétaire.

2. Les membres votants sont les 7 membres du Board, le président de la Réserve fédérale de New York et 4 membres votants à tour de rôle parmi les 11 présidents des réserves fédérales régionales.

