

ÉDITORIAL

3

L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES CONFRONTÉE AU STRESS TEST LE PLUS IMPORTANT DE SON HISTOIRE

Pour quiconque né après les années 1970, l'indépendance des banques centrales peut sembler aussi solidement établie que la séparation des pouvoirs. Mais ce n'est pas le cas. Si elle n'a guère été contestée pendant ses trente premières années d'existence, elle le doit en grande partie à un environnement économique favorable. Ce temps est révolu. Les banques centrales doivent désormais composer avec des dettes publiques colossales et une inflation alimentée par des chocs d'offre. Leur tâche est donc plus ardue. En outre, une série de décisions controversées depuis la crise financière mondiale, puis plusieurs années d'inflation supérieure à l'objectif les ont rendues plus vulnérables aux attaques politiques. Leur indépendance doit pourtant être défendue : sa remise en cause aurait un coût considérable.

LE PREMIER STRESS TEST DEPUIS PLUS DE 30 ANS

Pour tous ceux qui sont nés après les années 1970, l'indépendance des banques centrales fait partie du paysage institutionnel. Comme la séparation des pouvoirs ou celle de l'Église et de l'État, l'idée de soustraire la fixation des taux d'intérêt aux responsables politiques s'est imposée dans les démocraties avancées – et bien au-delà.

Cette indépendance est pourtant récente. Pendant l'essentiel du XX^e siècle, les Trésors et les ministères des Finances dictaient, ou influençaient fortement, la politique monétaire. Il s'agissait de stimuler la croissance à l'approche des élections ou d'éviter des arbitrages budgétaires douloureux. La leçon a dû être réapprise à maintes reprises : lorsque les responsables politiques contrôlent la planche à billets, l'inflation s'installe et la croissance devient plus volatile^[1]. Depuis trois décennies, l'autonomie opérationnelle des banques centrales est devenue la norme mondiale. Aux élus revient la définition des objectifs – systématiquement la stabilité des prix, parfois complétée par un mandat de croissance ou de plein emploi. Aux technocrates, nommés pour de longues années, revient le choix des moyens, à l'écart du cycle politique.

Pendant trente ans, ce modèle n'a guère rencontré d'opposition. La tâche des banques centrales n'a pourtant pas toujours été simple. La « Grande Modération », du milieu des années 1980 à la crise financière mondiale de 2007-2008, doit autant à la chance – une mondialisation qui contenait les prix et des technologies de l'information qui soutenaient la productivité – qu'à la qualité des politiques économiques. Mais les banques centrales ont tout de même dû gérer une multitude de crises – défauts souverains, crises de la balance des paiements, faillites d'établissements financiers posant des risques systémiques –, puis traversé une longue période d'inflation inférieure à l'objectif et, enfin, subi une pandémie mondiale qui a paralysé l'économie mondiale. Au cours de ces décennies, certaines banques centrales ont mieux réussi que d'autres et nombre de leurs décisions ont été vivement critiquées. Mais l'inflation est restée, dans l'ensemble, une préoccupation secondaire pour le public. L'indépendance des banques centrales n'a (par conséquent ?) tout simplement pas été remise en cause.

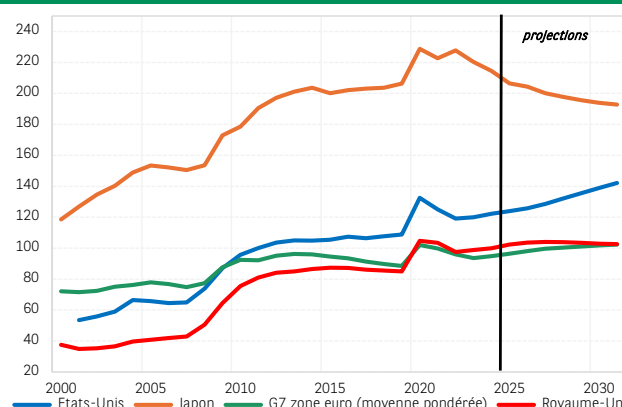
Cette époque est révolue. Prise en étau entre des contraintes économiques inédites et le retour de l'opportunisme politique, l'indépendance des banques centrales affronte son test le plus sérieux depuis trente ans.

L'ENCLUME ÉCONOMIQUE : DETTE PUBLIQUE ÉLEVÉE ET CHOC D'OFFRE

L'indépendance des banques centrales vise d'abord à les protéger de deux tentations gouvernementales : éroder par l'inflation une dette publique galopante, et privilégier la croissance à la stabilité des prix quand un tel arbitrage s'impose. Pendant des décennies, les économies avancées ont rarement été confrontées à l'une ou l'autre de ces tentations. Aujourd'hui, les deux ressurgissent en même temps.

La dette publique atteint des niveaux records depuis la fin de la guerre dans l'ensemble du G7

Dette publique (en % du PIB)

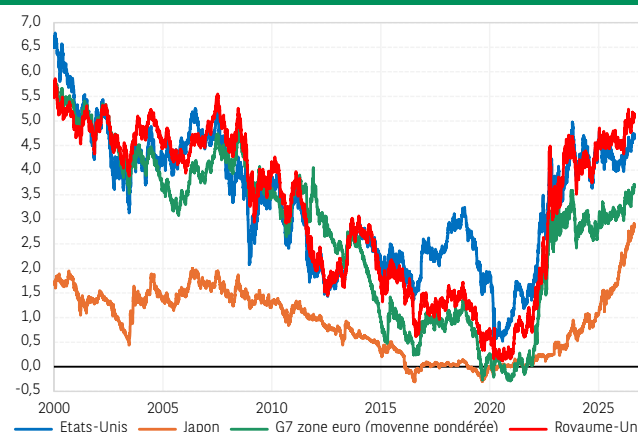


GRAPHIQUE 1

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

Les taux d'intérêt à long terme ont atteint leur plus haut niveau depuis plusieurs décennies

Rendements obligataires à 10 ans (%)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : MACROBOND, BNP PARIBAS

Premier défi : l'ampleur de la dette souveraine. Dans tous les pays du G7, les ratios de dette publique rapportée au PIB atteignent des niveaux inédits hors périodes de guerre. À politiques économiques inchangées, ils devraient encore généralement progresser (graphique 1).



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Tant que les taux d'intérêt restaient très bas, ou bien inférieurs au rythme de croissance, le poids de cette dette était relativement indolore. Ce n'est plus le cas. Les coûts d'emprunt souverains ont bondi ces dernières années (graphique 2).

Cette hausse tient à la politique monétaire, mais aussi, plus récemment, à une concurrence accrue pour les capitaux. Secteurs public et privé doivent financer de nouveaux besoins – défense, intelligence artificielle, sécurisation des chaînes d'approvisionnement – qui s'ajoutent aux dépenses liées à la transition énergétique et au vieillissement. La croissance n'ayant pas suivi, l'effort budgétaire nécessaire pour réduire le ratio dette/PIB s'alourdit (graphique 3).

C'est l'essence même de la « domination budgétaire » : une situation où la banque centrale subit des pressions pour réduire le coût de financement des dépenses publiques. Plus un État se finance à court terme, plus il devient sensible aux décisions de taux. Or, la maturité moyenne de la dette publique diminue dans la plupart des pays du G7, notamment aux États-Unis. Cette tendance pourrait s'accélérer après l'annonce récente du secrétaire au Trésor américain : les rachats de dette à long terme doivent doubler et être financés par des émissions à court terme.

Deuxième défi : la nature de l'inflation actuelle. Des années 1980 à la pandémie de Covid-19, elle était surtout tirée par la demande : trop vigoureuse, celle-ci poussait les prix à la hausse ; trop faible, elle entretenait une inflation insuffisante. Les flambées récentes viennent davantage de chocs d'offre – conflits géopolitiques, événements climatiques ou urgences sanitaires. Ces perturbations risquent de se répéter tant que l'environnement géopolitique et climatique restera instable.

Dans ce contexte, préserver la stabilité des prix sans provoquer de récession devient beaucoup plus difficile. Une hausse des taux ne remplace pas les biens manquants ; elle peut, au mieux, empêcher une spirale prix-salaires. Une banque centrale crédible peut certes éviter de réagir avec une force excessive, mais elle peut devoir prendre des mesures qui pénalisent directement les emprunteurs – ménages, entreprises et pouvoirs publics. De quoi alimenter les critiques.

L'OFFENSIVE POLITIQUE

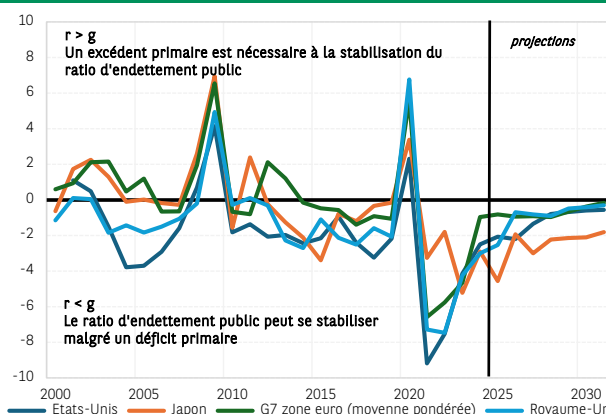
À ces contraintes économiques s'ajoute une fragilisation politique. Le consensus, même relatif, qui protégeait les banquiers centraux de l'ingérence se fissure. Plusieurs vagues de décisions controversées y ont contribué : le soutien au système financier après la crise mondiale, l'expansion massive des bilans pour combattre une inflation trop faible durant la seconde moitié des années 2010^[2], puis la réponse à plusieurs années d'inflation nettement supérieure à 2%.

Aux États-Unis, le président Trump n'a cessé de s'en prendre à la Fed et à ses dirigeants, leur reprochant de ne pas avoir davantage abaissé les taux. Les marchés se sont alors demandé si le président de la Fed nommé par Donald Trump engagerait le resserrement monétaire jugé nécessaire au retour de la stabilité des prix. Au Japon, les responsables politiques ont publiquement pressé la Banque du Japon de maintenir des taux bas afin de soutenir les dépenses publiques. Ils compliquent ainsi la normalisation monétaire. Dans les deux pays, les marchés ont réagi : dépréciation de la devise et hausse de la prime de terme. Jusqu'ici, cette réaction joue le rôle de garde-fou. À Jackson Hole, la semaine dernière, le président de la Fed, K. Warsh, a toutefois prononcé un discours qui a, pour l'instant, apaisé les doutes sur sa détermination à assurer la stabilité des prix.

L'érosion des garde-fous institutionnels ne s'arrête pas là. Au Royaume-Uni et au Canada, des dirigeants de l'opposition ont vivement attaqué les responsables des banques centrales. Ils les présentent comme des technocrates sans comptes à rendre, au service des élites financières

Des efforts budgétaires accrus sont nécessaires pour réduire les ratios dette/PIB

r moins g - écart entre le taux d'intérêt effectif sur la dette et le taux de croissance nominale (pp)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : FMI, CALCULS BNP PARIBAS

Part de la dette publique dont la maturité résiduelle est inférieure à 1 an (% de l'encours)

	2000	2025
États-Unis	35,0	35,4
Japon	-	13,4
G7 Zone euro (moyenne pondérée)	21,7	17,7
Royaume-Uni	6,7	6,3

GRAPHIQUE 4

SOURCES : BCE, SOURCES NATIONALES

plutôt que des travailleurs. En France, l'un des principaux candidats à la prochaine élection présidentielle propose de monétiser la dette publique en demandant à l'Eurosystème d'« annuler » les quelque 18% qu'il détient. Une telle opération violerait plusieurs principes fondateurs de l'Union monétaire^[3] : la non-monétisation, le non-renflouement et l'indépendance de la banque centrale. Elle n'a donc aucune chance d'aboutir. Mais tout gouvernement qui entreprendrait de promouvoir cette idée saperait la confiance dans sa dette souveraine et dans l'euro. Les deux se déprécieraient, tandis que les coûts d'emprunt augmenteraient comme récemment aux États-Unis et au Japon, mais à une tout autre échelle.

DÉFENDRE LE BOUCLIER INSTITUTIONNEL

Lorsqu'une banque centrale est perçue comme n'étant pas entièrement libre de prendre les mesures nécessaires pour assurer la stabilité des prix, les anticipations d'inflation peuvent se déstabiliser. Les marchés financiers exigent des primes de risque plus élevées, les rendements obligataires grimpent et les coûts d'emprunt au quotidien – qu'il s'agisse des prêts immobiliers à trente ans, du crédit à la consommation ou des prêts aux entreprises – augmentent, ce qui freine la croissance. La dette souveraine étant désormais négociée principalement par des investisseurs volatils, tels que les *hedge funds*, plutôt que par des acteurs plus patients, comme les gestionnaires de réserves des banques centrales ou les fonds de pension, les réactions des marchés


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

sont brutales et pourraient être impitoyables^[4]. Une fois perdue, la crédibilité ne se rétablit pas seulement avec le temps mais nécessite également des mesures concrètes. Rétablir la stabilité des prix aura alors un coût plus élevé qu'avec une banque centrale pleinement crédible.

Les banques centrales indépendantes ne sont pas exemptes de rendre des comptes, bien au contraire. Plus que jamais, elles doivent expliquer activement leurs choix dans un langage clair et accessible, afin de démontrer au public pourquoi résister à un soulagement immédiat de la douleur aujourd'hui permet d'éviter des dégâts économiques profonds et durables demain.

Parallèlement, les chefs d'entreprise, les investisseurs institutionnels, les chercheurs indépendants et les décideurs politiques avisés, libres de critiquer, devraient s'opposer explicitement à toute ingérence politique dans la conduite de la politique monétaire. L'indépendance de la banque centrale n'a jamais été une loi naturelle ; c'est un compromis institutionnel né d'une expérience douloureuse. Y renoncer sous l'effet des turbulences actuelles ne résoudrait ni les déséquilibres budgétaires structurels, ni la hausse des prix alimentaires, ni les tensions géopolitiques. Cela supprimerait seulement l'un des rares garde-fous qui a fait ses preuves contre la gestion macroéconomique à courte vue.

Isabelle Mateos y Lago

[1] Voir par exemple [Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some comparative evidence](#), Alberto Alesina and Lawrence Summers, 1993.

[2] Cette mesure, baptisée « assouplissement quantitatif », a été adoptée par la plupart des banques centrales des économies avancées afin d'apporter un assouplissement monétaire supplémentaire après qu'elles eurent atteint le seuil au-delà duquel il leur était impossible d'abaisser davantage le taux directeur. Si une grande partie des actifs financiers achetés était constituée d'obligations d'État, ces achats étaient exclusivement motivés par les besoins de la politique monétaire, tels que déterminés de manière indépendante par ces banques centrales.

[3] Les principes de non-monetisation de la dette, de non-renflouement et d'indépendance de la banque centrale, énoncés aux articles 123, 125 et 130 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

[4] Voir Banque des règlements internationaux, [Rapport économique annuel 2026, chapitre II. Dette publique élevée et évolution des marchés financiers : défis pour les banques centrales](#)

