

ÉDITORIAL

3

LA FED SOUS PRESSION, UN TEST QUI ENGAGE LE MONDE ENTIER

L'indépendance de la Réserve fédérale (Fed) a été remise en cause par l'administration américaine mais elle reste intacte. Alors que se tient la première réunion (16-17 juin) de l'ère Kevin Warsh, la vigueur simultanée de l'inflation et du marché du travail pose les bases d'un resserrement monétaire à partir de la fin de l'année – si elle se prolonge comme nous l'anticipons. Mais les turbulences de la fin du mandat de Jerome Powell rappellent que l'indépendance des banques centrales n'est pas acquise. Les enjeux dépassent la seule question de la stabilité des prix et s'étendent à l'architecture financière globale.

Depuis son retour à la Maison Blanche, Donald Trump n'a pas épargné la Fed, critiquant ouvertement son ancien président Jerome Powell pour des baisses de taux jugées insuffisantes et exerçant, au passage, des pressions claires et répétées sur l'indépendance de la banque centrale. L'ex-président de la Fed, encore membre du FOMC, en parle même comme d'un « *stress test* », autrement dit d'un test de résistance sous forte pression. D'abord verbale, la pression a glissé vers les terrains administratif et judiciaire : d'abord en août 2025 à l'encontre de la gouverneure Lisa Cook, puis en janvier 2026 avec des poursuites prenant pour cible J. Powell lui-même, en lien avec la rénovation du siège de la Fed.

Pour l'heure, la Fed passe le test avec succès et elle devrait continuer d'agir avec indépendance. Les décisions judiciaires rendues jusqu'ici ont été généralement favorables à l'indépendance de l'institution vis-à-vis du pouvoir exécutif¹. La culture interne de la Fed a également joué un rôle au-delà du maintien de L. Cook au *board*. Le FOMC a poursuivi sa mission en conservant une approche dictée par les données et les perspectives, comme lorsque le taux directeur a été maintenu au 1^{er} semestre 2025, quand l'effet des tarifs douaniers additionnels sur l'inflation n'était pas encore connu. En outre, c'est la détérioration du marché du travail qui a conduit à un assouplissement au 2nd semestre 2025, pas une pression politique. Des dissensions, certes plus nombreuses qu'à l'accoutumée, se sont exprimées, mais la légitimité de Jerome Powell n'a jamais été remise en cause.

PRÉSIDENT ET TAUX DIRECTEUR : DOUBLE CHANGEMENT DE DIRECTION POUR LA FED

La situation ne devrait *a priori* pas changer du simple fait de l'arrivée de Kevin Warsh à la tête du FOMC : nous pensons que les décisions de politique monétaire resteront conformes au mandat dual et dictées par les conditions économiques. Le mode de décision du comité joue le rôle de premier rempart, notamment en ce qui concerne la fixation de la cible des *Fed Funds*. Le vote de K. Warsh ne pèse pas plus que celui de chacun des autres gouverneurs et des présidents de Fed régionales participant au vote. Ces derniers apparaissent, par ailleurs, généralement soucieux du niveau actuellement élevé et croissant de l'inflation.

En outre, l'historique et les prises de position de Kevin Warsh ne vont pas dans le sens d'une porosité vis-à-vis d'une instrumentalisation de la banque centrale à des fins politiques ou budgétaires. Son premier départ du Conseil des gouverneurs, en 2011, était lié à un désaccord sur l'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*, QE).

1 L'affaire Trump vs Cook n'a cependant pas encore été jugée par la Cour suprême et l'abandon des charges du département de la Justice (DoJ) contre Jerome Powell ne s'est pas fait selon lui avec la « transparence et la finalité » attendues, d'où son maintien en tant que membre du Conseil des gouverneurs.

Dans ce même esprit, il a réitéré lors de son audition devant la commission sénatoriale compétente sa vision critique de l'utilisation du bilan de la Fed. Selon lui, la taille de ce bilan est devenue une « force récurrente ordinaire » dévoyée de sa vocation d'instrument de réponse aux crises. K. Warsh juge ainsi que cet outil est devenu contre-productif et qu'il est impératif de réduire le bilan de la Fed.

Ces derniers mois, la Fed avait accordé un poids plus important aux risques pesant sur l'objectif de plein-emploi alors que l'inflation restait supérieure à la cible mais s'en rapprochait de plus en plus. L'inflation ayant repris à la hausse et les craintes sur l'emploi étant moindres, le FOMC devrait rééquilibrer ses priorités. Bien que tirée par l'augmentation des prix de l'énergie, cette combinaison – une dynamique inflationniste avec un marché du travail en rebond et une croissance toujours élevée – rend la situation difficile à ignorer par la Fed. Les gouverneurs Waller et Bowman ont d'ailleurs admis, à des degrés divers, que leur position autrefois plus dovish n'était plus de mise. L'heure n'est donc plus à débattre de la pertinence d'éventuelles baisses de taux : le prochain geste de la Fed devrait être une hausse. C'est ce que nous anticipons avec une première augmentation de 25 pb en décembre, suivie de deux autres en janvier et mars 2027. La fourchette-cible des *Fed Funds* atteindrait alors 4,25% - 4,5%. Ces trois hausses viendraient renverser les trois baisses préventives décidées en 2025 face aux signes d'affaiblissement du marché du travail, qui se sont dissipés depuis.

L'INDÉPENDANCE, FRUIT D'UN CONSENSUS FRAGILE

Les pressions sur la Fed constituent un rappel, grandeur nature, du fait que l'indépendance des banques centrales des économies avancées n'est pas définitivement acquise. Cette indépendance a été légitimée par la démonstration empirique de son efficacité, notamment pour mettre fin à l'inflation des années 1970. Elle est certes aussi consacrée par la loi : le *Federal Reserve Act* aux États-Unis et le Traité de Maastricht dans le cas de la Banque centrale européenne (BCE). Mais sa légitimité repose surtout sur l'adhésion pleine et renouvelée des acteurs pertinents (exécutif, législatif, marchés, opinion publique).

Pour les exécutifs politiques, il faut distinguer l'intérêt naturel en faveur de taux bas pour soutenir la croissance et limiter le coût de la dette de l'exercice, plus problématique, d'une « dominance budgétaire » où la politique monétaire devient assujettie à la politique budgétaire. La politique monétaire ne peut alors plus se consacrer uniquement et de manière indépendante à contrôler l'inflation ou à maximiser l'emploi. C'est dans ce cadre que se placent les attaques du président des États-Unis contre J. Powell : elles ont précisément porté sur un niveau de taux d'intérêt jugé trop élevé, préjudiciable à l'économie et alourdissant le service de la dette fédérale.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Le cas de la Banque du Japon (BoJ) constitue un exemple intéressant de brouillage des frontières, en dépit d'une indépendance garantie par la loi mais assortie d'une obligation de coordination avec le ministère des Finances. Au cours des années 2010, la BoJ a déployé des outils non-conventionnels à une échelle inédite visant à soutenir l'agenda « reflationniste » du gouvernement, avec lequel la BoJ a agi en coordination. Cela s'est matérialisé dès 2013 par des achats massifs d'actifs (*Quantitative and Qualitative Easing*, QQE) avant que ne soit introduite, en 2016, la politique de contrôle de la courbe des taux (*Yield Curve Control*, YCC). L'ampleur des interventions a porté le bilan de la BoJ au-delà de 100% du PIB, ce qui peut être associé à l'apparition d'une dominance budgétaire officieuse. Si la déflation endémique justifiait ce soutien monétaire, la sortie de cette politique extrêmement accommodante se révèle aujourd'hui compliquée. Elle est complexe pour le gouvernement, dont le service de la dette augmente avec la hausse des taux souverains et dont les émissions de titres doivent être davantage absorbées par le marché, et moins par la BoJ qui réduit ses achats. Elle l'est également pour la BoJ, qui doit avancer à pas comptés vers la normalisation de sa politique monétaire et augmenter ses taux directeurs suffisamment pour contrer l'inflation, mais pas trop ni trop vite, pour contenir la hausse des taux longs.

AU-DELÀ DES PRIX, LA CRÉDIBILITÉ DES BANQUES CENTRALES EST L'AFFAIRE DE TOUS

Le premier rôle des banques centrales est d'assurer la stabilité des prix, même si des différences peuvent exister en matière de cible et de formulation de leurs mandats. La BCE est comptable en priorité de l'inflation², alors que la Fed exerce plus explicitement un mandat dual (stabilité des prix et emploi maximal). Toute menace sur leur indépendance compromettrait ces objectifs. Le bon ancrage des anticipations d'inflation des ménages, des entreprises et des marchés repose, en effet, sur la crédibilité de l'engagement des banques centrales vis-à-vis de leur mandat.

En outre, le statut des banques centrales, consacré par leur indépendance et leur crédibilité, constitue un pilier de l'architecture financière des économies avancées et, de plus en plus, des économies émergentes. Aux États-Unis, c'est un aspect déterminant du rôle de monnaie de réserve du dollar et de la position centrale des *Treasuries* en tant qu'actifs sans risque. Le pays peut ainsi financer ses déséquilibres à des conditions en deçà de ce que justifieraient probablement le niveau et la dynamique de sa dette. Le raisonnement s'étend au-delà des États-Unis – à la fois par analogie et risque de contagion. De fait, les obligations japonaises, allemandes ou britanniques bénéficient également, bien que dans une moindre mesure, du statut privilégié lié à la crédibilité de leur signature à laquelle leur banque centrale respective n'est pas étrangère. Le risque ultime est une augmentation globale des taux d'intérêt.

Depuis début 2025, on a vu les tensions que les menaces de Donald Trump sur l'indépendance de la Fed pouvaient provoquer sur les marchés. Ces tensions ont été d'abord vives puis plus contenues³. Kevin Warsh devra naviguer dans ces eaux difficiles. Le plus probable est qu'il maintienne la barre. S'il en décidait autrement, il rencontrerait une opposition majeure de la part du FOMC, ce qui pèserait sur sa crédibilité. En outre, sa mise en minorité nuirait à ses objectifs de changement institutionnel, ceux sur lesquels il souhaite imprimer sa marque à la Fed : réduire la taille du bilan de la banque centrale et en modifier les modes et la fréquence de communication. S'il perdait le contrôle de l'inflation, son héritage ressemblerait à celui d'Arthur Burns. Or, ce n'est sans doute pas l'image qu'il veut que l'on garde de lui.

Lors de son premier discours d'ex-président de la Fed, Jerome Powell a déclaré : « notre crédibilité a été construite et soutenue sur plusieurs décennies, et il est de notre devoir de sauvegarder cet actif inestimable pour nos compatriotes et pour les générations à venir ». Cette déclaration porte sur la Fed, mais elle vaut aussi pour toutes les banques centrales indépendantes. Une remise en cause de ces principes porterait de tels coûts qu'elle apparaît rationnellement improbable. *In fine*, pour préserver leur indépendance, les banques centrales se doivent de respecter leur mandat.

Anis Bensaidani

anis.bensaidani@bnpparibas.com

2 Le traité demande aussi à la BCE de soutenir les politiques économiques de l'Union européenne une fois l'objectif de stabilité des prix atteint, sans lui porter préjudice.

3 En avril 2025, les propos ambigus du président Trump quant à une fin de mandat de Powell « qui ne peut pas arriver plus vite » ont donné lieu à un *sell-off* d'ampleur sur les marchés boursiers et obligataires. Leur réaction a été moins marquée lors de la tentative de renvoi de la gouverneure L. Cook (août 2025) et, plus encore, lors la révélation des poursuites criminelles du DoJ contre Jerome Powell.



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change