



Une menace populiste pour la politique monétaire¹

La remise en cause de l'indépendance des banques centrales constitue un enjeu majeur pour la stabilité macroéconomique. À partir des développements récents aux États-Unis, ce texte analyse comment les pressions politiques exercées sur la Réserve fédérale peuvent affecter la politique monétaire, la confiance des agents économiques et, au-delà, l'équilibre financier international. Il met également en lumière les implications de ces dynamiques pour l'Europe et rappelle que l'indépendance des institutions monétaires demeure un acquis fragile, nécessitant une vigilance constante.

David Aikman**Francesca Monti**

Le Président américain Donald Trump a récemment désigné Kevin Warsh, un technocrate assez apprécié par les marchés, à la présidence de la Réserve fédérale américaine (Fed). Ce choix apaise pour le moment

les inquiétudes plus profondes des investisseurs obligataires et des experts économiques, sans pour autant garantir un retour à des relations institutionnelles classiques entre la Maison-Blanche et la Fed. La récente menace de poursuites légales à l'encontre de Jérôme Powell, président du Comité de politique monétaire (FOMC) de la Fed, la tentative de limoger Lisa Cook, l'une des sept membres du FOMC, et la nomination de Stephen Miran, concepteur de la politique tarifaire de l'administration Trump, comme membre du FOMC, ne constituent que les dernières manifestations d'une série d'attaques du Président américain contre l'indépendance de la Fed.

Le but de ces attaques est clair : faire pression sur la Fed pour qu'elle adopte une politique monétaire plus conforme à ce que l'administration Trump souhaite, à savoir abaisser plus fortement les taux d'intérêt. Ces pressions politiques touchent au cœur même de l'indépendance de la banque centrale. Cette indépendance est pourtant fondamentale pour la confiance du public dans l'institution, dans la mesure où elle protège les décisions de politique monétaire des cycles politiques, s'assurant ainsi que les choix de politique monétaire reflètent les besoins de l'économie plutôt que le calendrier électoral. Les gouvernements en période électorale peuvent être tentés de favoriser un assouplissement monétaire afin de stimuler l'activité à court terme, même si cela crée ultérieurement des pressions inflationnistes. En isolant les décisions monétaires de ces incitations, une banque centrale indépendante peut maintenir sa crédibilité et mieux ancrer les anticipations d'inflation. Cette crédibilité contribue à la stabilité des prix, réduit l'incertitude pour les ménages et les entreprises, et favorise une croissance économique durable.

¹ Les auteurs remercient Vincent Bodart, Muriel Dejemeppe et Luca Pensieroso pour leurs commentaires sur cet article.



Les attaques politiques menées contre l'indépendance de la Fed pourraient impacter l'économie américaine et mondiale de multiples façons — notamment, dans le pire des cas, en sapant la crédibilité du cadre macro-financier américain et en menaçant le rôle du dollar comme monnaie de réserve internationale. Les deux canaux principaux par lesquels ces attaques pourraient affecter l'économie sont les suivants.

1. Les chocs de politique monétaire

Le premier, et en un sens le plus direct, est que les critiques publiques du Président américain à l'égard de la Fed et ses tentatives de nommer ses partisans au sein du Conseil des Gouverneurs de la Fed visent à amener les taux d'intérêt de politique monétaire à un niveau plus bas que ce qui est souhaitable sur la base de considérations relatives à la conjoncture économique. En jargon économique, il s'agit de provoquer un *choc de politique monétaire*, qui placerait les taux d'intérêt temporairement en deçà du niveau auquel la banque centrale les fixerait habituellement au regard de l'inflation et de la croissance économique.² Les effets d'un tel choc sont bien connus grâce à des décennies de recherche : la production augmente, l'inflation s'accélère et les taux à court terme restent bas pendant un certain temps, avant que la Fed ne soit contrainte de les relever du fait de la hausse de l'inflation.

Si la pression exercée par Trump amenait le public à croire qu'une politique monétaire plus accommodante serait appliquée de manière prolongée par la Fed, les anticipations d'inflation pourraient augmenter, y compris à plus long terme, comme le montrent Masolo et Monti (2021). Le risque serait alors que les anticipations d'inflation des agents économiques s'écartent durablement, à la hausse, de l'objectif d'inflation ciblé par la banque centrale américaine. Cela pourrait amplifier la volatilité de l'inflation et obliger la banque centrale à resserrer sa politique plus vigoureusement, augmentant ainsi le risque de ralentissements économiques profonds.

2. Les chocs de confiance

Un second canal, beaucoup moins étudié, passe par la dégradation de la confiance du public dans la Fed. Nous en savons beaucoup moins sur ce phénomène que sur les chocs monétaires classiques. Dans un article récent (Aikman, Monti and Zhang, 2024), nous analysons ce qui se passe lorsque la confiance dans la Fed est érodée. Nous constatons que de tels *chocs de confiance* créent un dilemme : les anticipations d'inflation augmentent, tandis que l'activité économique diminue de façon persistante. Autrement dit, la pression politique sape l'institution elle-même, ajoutant ainsi un frein à la croissance. Le mécanisme par lequel des chocs de confiance réduisent l'activité économique passe par une perception accrue du risque. Les ménages exigent des primes de risque plus élevées et l'incertitude entourant les profits des entreprises augmente, ce qui pèse sur l'offre. Mais une baisse de la confiance affecte également l'efficacité de la transmission de la politique monétaire : les agents en sont conscients et les anticipations d'inflation augmentent (voir aussi Bursian et Faia, 2018).

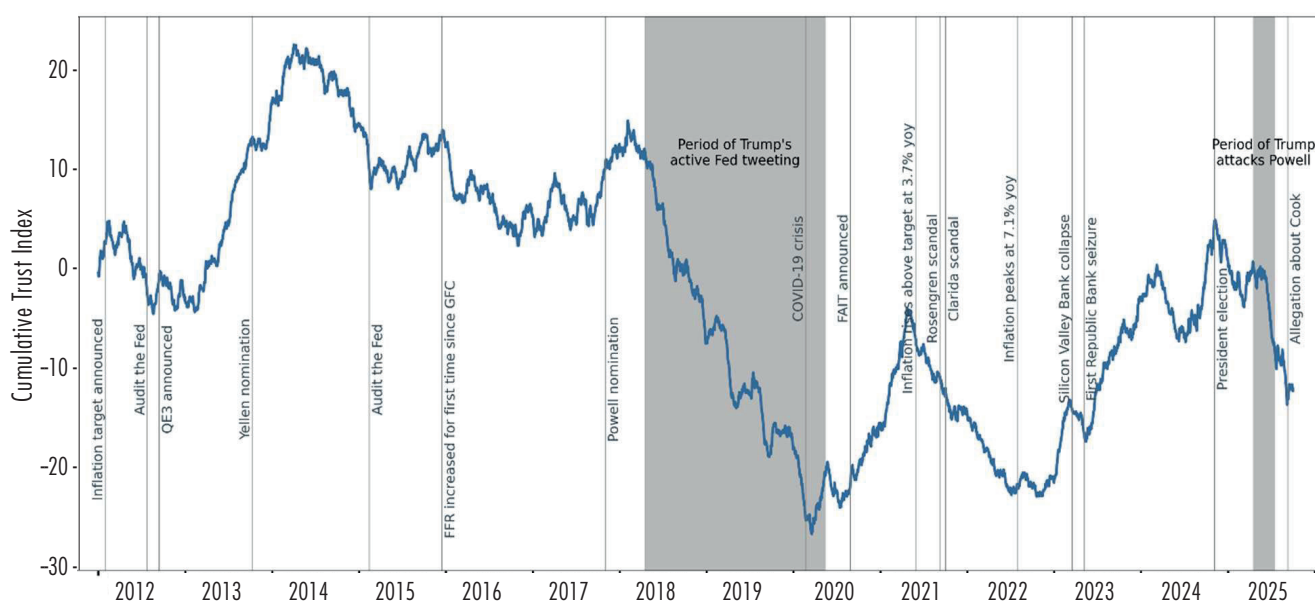
Nous avons développé une nouvelle mesure de la confiance envers la Réserve fédérale américaine, en analysant avec l'intelligence artificielle générative des millions de tweets mentionnant la Fed, ses dirigeants et ses décisions. Notre mesure présente des fluctuations marquées qui coïncident avec des événements clés et

² La Fed opère sous un double mandat, ce qui signifie qu'elle est légalement chargée de poursuivre à la fois le plein emploi durable et la stabilité des prix, en équilibrant ces deux objectifs dans la conduite de la politique monétaire.

... Les chocs de confiance

elle réagit de manière intuitive aux variables macro-financières et aux indicateurs de l'orientation de la politique monétaire américaine. D'après nos données, les attaques menées par Trump contre la Fed durant son premier mandat présidentiel ainsi que celles menées plus récemment ont été particulièrement dommageables. Comme le montre le graphique ci-dessous, notre mesure de la confiance dans la Fed a fortement chuté à partir de début 2018, coïncidant avec une période où Trump était particulièrement actif sur Twitter/X pour critiquer l'institution. Ce déclin, temporairement renversé au moment de la pandémie lorsque les politiques d'urgence menées par la Fed ont contribué à soutenir l'économie américaine, a repris depuis le retour du Président Trump au pouvoir.

Figure 1. Mesure de confiance dans la Fed et événements clés



Source : Aikman, Monti et Zhang (2024).

Selon nos estimations, l'impact économique direct d'un choc de confiance est relativement limité — de l'ordre de quelques points de base d'inflation anticipée supplémentaire et d'une chute de l'indice boursier NASDAQ d'environ 1%. Mais la préoccupation majeure n'apparaît pas dans nos données : si la confiance du public dans la Fed s'érode, la capacité de l'institution à contrôler l'inflation lors de la prochaine crise économique pourrait être compromise.

Une question naturelle est de savoir pourquoi les marchés financiers ne semblent guère inquiets. Les indicateurs standards des anticipations d'inflation à long terme, tels que les *five-year forward break-evens*, restent inchangés, ce qui suggère que les investisseurs ne perçoivent aucun affaiblissement durable de la crédibilité de la Fed.

Plusieurs explications sont possibles. Les marchés sont notoirement mauvais pour anticiper les risques institutionnels extrêmes tant qu'ils ne se matérialisent pas — souvenons-nous des primes de *credit default swaps* (CDS) souverains de la zone euro avant la crise financière mondiale.³ Les investisseurs peuvent aussi croire que Trump finira par reculer, ou que les tribunaux bloqueront toute intervention illégale.

... Les chocs de confiance

Mais cette complaisance des marchés financiers constitue en soi un risque. Si les ingérences politiques dans la Fed devaient s'intensifier, les prix des actifs financiers pourraient se réajuster brutalement plutôt que progressivement. Pour l'instant, cela reste un scénario défavorable que les marchés ignorent largement.

3. Et pourquoi cela importe pour l'Europe

La question est de savoir pourquoi cela devrait concerner l'Europe — au-delà du cliché habituel selon lequel «quand l'Amérique éternue, l'Europe attrape un rhume». De nombreux politiciens de la zone euro reprennent le ton de Trump, même si l'appétit pour une sortie de l'euro s'est considérablement réduit depuis le Brexit. L'indépendance de la Banque centrale européenne est renforcée par son statut supranational, de sorte que la pression exercée par un pays particulier de la zone euro ne devrait pas, à elle seule, avoir d'effet déterminant.

Cependant, depuis la grande crise financière de 2008-2009, le fardeau qui pèse sur les banques centrales — d'abord pour stabiliser la finance, puis pour sauver les économies, et désormais pour gérer les débats liés au climat et à la répartition des richesses — les a rendues plus exposées aux dynamiques politiques. Les attaques de Trump contre la Fed en sont l'expression la plus visible. Mais la leçon plus large est claire : l'indépendance n'est pas un droit acquis de manière permanente. C'est un compromis politique qu'il faut défendre, expliquer et justifier. Si l'indépendance de la Fed peut être érodée, celle de la Banque centrale européenne peut l'être aussi.

Francesca Monti est professeure d'économie à l'UCLouvain et chercheuse au CORE/LIDAM, UCLouvain et chercheuse affiliée au CEPR.

David Aikman est Directeur du National Institute of Economic and Social Research (NIESR) au Royaume-Unis.

David Aikman et Francesca Monti

Francesca.monti@uclouvain.be
d.aikman@niesr.ac.uk

Références

- Aikman, D., F. Monti and S. Zhang, (2024). «[In the Fed we trust? Measuring trust in central banking and its effects on the macroeconomy](#)». CEPR Discussion Paper No. 19811.
- Bursian, D. and E. Faia, (2018). «Trust in the monetary authority», *Journal of Monetary Economics*, 98, 66-79.
- Masolo, R.M. and F. Monti, (2021). «[Ambiguity, Monetary Policy and Trend inflation](#)», *Journal of the European Economic Association*, 19(2), 839–871.

³ Les *credit default swaps*, ou dérivés sur événement de crédit, sont des [contrats](#) de protection financière : pour une prime *ex ante* annuelle calculée sur le montant [notionnel](#) de l'actif, le vendeur du CDS promet de compenser *ex post* les pertes de l'actif de référence en cas d'événement de crédit précisé dans le contrat.



REGARDS ÉCONOMIQUES

Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve
regard-ires@uclouvain.be
tél. 010 47 34 26
www.regards-economiques.be



Directeur de la publication :

Vincent Bodart

Rédactrice en chef :

Muriel Dejemeppe

Secrétaire de rédaction :

Séverine Dinjar

Secrétariat & logistique :

Virginie Leblanc

Graphiste :

Dominique Snyers

Comité de rédaction :

Paul Belleflamme

Vincent Bodart

Muriel Dejemeppe

Gilles Grandjean

Jean-François Maystadt

William Parienté

Sandy Tubeuf

Bruno Van der Linden

Frédéric Vrins

