

## POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

# Qui sera le prochain président de la Fed?

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR  
PRÉVISIONNISTE - CANADA



Le mandat actuel de Janet Yellen à la tête de la Réserve fédérale (Fed) se termine au début de 2018. C'est à Donald Trump de choisir s'il l'invite à continuer pour un deuxième mandat ou s'il lui choisit un successeur. Dans ce dernier cas, plusieurs options se présentent et quelques noms reviennent souvent, notamment Jerome Powell, un gouverneur de la Fed depuis 2012, Kevin Warsh, un ancien gouverneur (entre 2006 et 2011) et John B. Taylor, un professeur à l'Université Stanford. Le choix du président Trump pourrait avoir des conséquences importantes pour la conduite future de la politique monétaire aux États-Unis alors que plusieurs défis se présentent pour la Fed.

### Fin du mandat de Janet Yellen

Nommée comme successeur de Ben Bernanke par le président Obama, Janet Yellen est devenue présidente de la Fed le 3 février 2014. Son mandat de quatre ans a été marqué par le début du processus de normalisation de la politique monétaire, qui avait été à peine entamé sous Bernanke à l'automne 2014 avec la réduction des achats d'obligations. C'est sous sa gouverne que la Fed a commencé à augmenter les taux d'intérêt avec une première hausse en décembre 2015. Trois autres hausses de 25 points de base ont par la suite été décidées par la Fed. L'actuel mandat se termine aussi avec le début du processus de normalisation du bilan alors que la Fed a décidé en septembre dernier de ne plus réinvestir complètement les obligations détenues dans son bilan qui arrive à échéance.

Le mandat de Janet Yellen comme présidente de la Fed prend fin le 3 février 2018. Il n'y a aucune limite au nombre de mandats qu'un président peut effectuer<sup>1</sup>. Par exemple, Alan Greenspan a siégé à la tête de la Fed entre 1987 et 2006. En fait, il est plutôt fréquent que les présidents de la Fed soient reconduits à leur poste pour plus d'un mandat de quatre ans. Depuis la Deuxième Guerre mondiale, seuls Thomas B. McCabe (1948-1951) ou William Miller (1978-1979) n'ont pas eu au moins deux mandats. Ce dernier a quitté la Fed pour être nommé secrétaire au Trésor.

<sup>1</sup> Il y a toutefois une limite au mandat à titre de gouverneur de la Fed. Celle-ci est de 14 ans et elle ne peut pas être renouvelée. Cependant, une personne qui remplit le reste d'un mandat qui n'a pas été mené à terme peut être reconduite pour un autre mandat complet de 14 ans. Alan Greenspan a terminé un mandat partiel de gouverneur de 1987 à 1992 et a rempli un mandat complet de 1992 à 2006. Il a été président de la Fed durant toute cette période.

Il est donc possible que Donald Trump reconduise Janet Yellen comme présidente de la Fed. Toutefois, les critiques passées de Donald Trump pendant la campagne électorale de 2016 et le fait, rendu public par Janet Yellen lors de la conférence de presse du 20 septembre 2017, qu'elle n'avait pas rencontré le président depuis quelque temps suggèrent que son temps à la tête de la Fed s'achève. L'annonce qu'elle va bientôt rencontrer le président Trump a cependant récemment changé la donne.

### Processus

Un peu comme un membre du cabinet, un juge de la Cour suprême ou un ambassadeur, les membres de la direction de la Fed sont nommés par le président des États-Unis. Cette nomination doit aussi être confirmée par le Sénat. Le processus de confirmation peut être assez expéditif si une candidature est relativement consensuelle. Il peut aussi être long et compliqué dans le cas où des sénateurs influents font obstruction pour des raisons partisans ou idéologiques. Les candidatures à la Fed doivent être approuvées par le Senate Banking Committee et, ensuite, par le Sénat en plénière. Certaines nominations pour des gouverneurs ont déjà été bloquées en comité ou au Sénat.

En 2006, Ben Bernanke a été nommé par le président Bush le 24 octobre et le Sénat a confirmé cette nomination le 31 janvier (une journée avant son entrée en fonction). Pour Janet Yellen, les procédures ont commencé le 9 octobre 2013 pour se terminer le 20 décembre.

Le fait que la majorité sénatoriale et que le président soit de la même allégeance politique devrait permettre un processus de confirmation plus facile. Toutefois, les conditions politiques actuelles à Washington laissent planer un certain doute à ce

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Francis Généreux, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com) • [desjardins.com/economie](http://desjardins.com/economie)

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

sujet. De plus, il y a encore une certaine « liste d'attente » pour les confirmations des nominations de l'administration Trump. Plusieurs nominations pour des postes clés au sein de ministères importants n'ont pas été confirmées. La présidence de la Fed sera sans doute une priorité, mais des risques subsistent.

### Donald Trump vs la Fed

Comme candidat, Donald Trump a quelquefois été un fervent critique de la politique monétaire de la Fed. Lors du débat télévisé du 26 septembre 2016, il déclarait : « Nous avons une Fed qui fait des choses politiques — cette Janet Yellen de la Fed — en maintenant les taux d'intérêt à ce niveau », laissant ainsi entendre que la politique monétaire cherche surtout à assurer une bonne fin de mandat au président Obama tout en favorisant l'élection d'Hillary Clinton. Cette accusation de partisanerie envers la Fed fait écho à une autre charge faite en novembre 2015. En conférence de presse, Trump avait alors déclaré que « Janet Yellen aurait dû augmenter les taux. Elle ne le fait pas parce que l'administration Obama et le président ne veulent pas qu'elle le fasse ».

Toujours pendant la campagne de 2016, cette fois en mai, il a toutefois précisé au sujet de la présidente de la Fed : « Je n'ai rien contre Janet Yellen. Je pense qu'elle a fait son travail. Je ne la connais pas. C'est une personne très capable. Les gens que je connais ont une grande estime pour elle; mais elle n'est pas républicaine ».

La politique prudente de normalisation graduelle des taux d'intérêt semble toutefois gagner la faveur du président Trump. Selon le *Wall Street Journal*, au cours des premières semaines de son mandat, le président Trump aurait dit à Janet Yellen qu'il croyait qu'elle était une personne « de taux d'intérêt faibles » comme lui. En avril 2017, il signalait en entrevue qu'il « aime bien une politique de taux d'intérêt bas, je dois être honnête avec vous ».

En termes de politique monétaire, Donald Trump semble donc davantage de tempérament *dovish*. Cela va à l'encontre de nombreux politiciens républicains qui ont fermement critiqué la politique non traditionnelle mise en place par Ben Bernanke. Cette ligne de pensée de Donald Trump pourrait grandement influencer son choix quant au prochain président de la Fed.

### Principaux candidats

Au cours des derniers mois, plusieurs noms circulent comme candidats à la présidence de la Fed. Pour le moment, les personnes les plus souvent invoquées sont les suivantes :

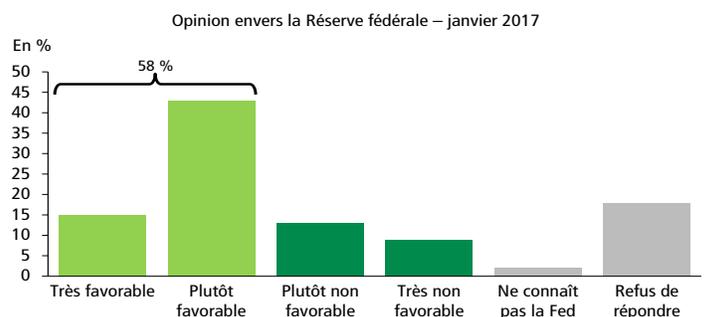
#### Janet Yellen

Estimée par Donald Trump comme une personne de bas taux d'intérêt, Janet Yellen pourrait facilement continuer à mener la barque de la politique monétaire américaine. Si elle-même le désire, évidemment. Sa carrière est fortement liée à la Fed. Détentrice d'un doctorat en économie et professeure à

l'Université de Californie à Berkeley, elle est devenue gouverneure de la Fed de 1994 à 1997, présidente de la Fed de San Francisco de 2004 à 2010 et vice-présidente de la Fed de 2010 jusqu'à son accès à la présidence de l'institution en 2014. Elle a été présidente de Council of Economic Advisers sous Clinton de 1997 à 1999,

Nonobstant les critiques occasionnelles de Trump lorsqu'il était candidat, le règne de Janet Yellen à la tête de la Fed est plutôt bien perçu. Elle a su amorcer la normalisation de la politique monétaire après les actions extraordinaires effectuées pendant et après la crise financière. Dans un sondage d'opinion publique effectué en janvier 2017, 58 % des répondants avaient une opinion assez favorable ou très favorable envers la Fed, contre 22 % pour les assez défavorables ou très défavorables (graphique 1).

### GRAPHIQUE 1 L'opinion publique envers la Réserve fédérale est assez positive



Sources : Pew Research et Desjardins, Études économiques

Dans le contexte politique américain actuel, les principaux arguments en défaveur d'un nouveau mandat pour Janet Yellen sont qu'elle ait été initialement nommée par Barack Obama et qu'elle ne soit pas d'allégeance républicaine. Dans le passé, la Maison-Blanche a souvent reconduit à leur poste des présidents de la Fed nommés par une administration différente et même par des adversaires politiques. Ainsi, Reagan a reconduit Paul Volcker (nomination de Carter), Clinton a fait de même pour Greenspan (nomination de Reagan) et Obama a reconduit Bernanke (nomination de Bush).

#### Kevin Warsh

Nommé par George W. Bush, Kevin Warsh est devenu gouverneur de la Fed en février 2006. Âgé à cette époque de 35 ans, il était le plus jeune gouverneur de l'histoire de la Fed. Sa nomination a été critiquée pour cause de manque d'expérience. Auparavant, il a été directeur aux fusions et acquisitions dans la banque d'affaires Morgan Stanley (1995-2002) et conseiller à la Maison-Blanche (2002-2006). Pendant son mandat de gouverneur, Kevin Warsh s'est montré critique de plusieurs décisions de la Fed... sans toutefois voter ouvertement contre. En 2008, il s'inquiétait davantage des risques inflationnistes

que de la détérioration de l'économie qui se manifestait déjà. En 2009, il argumentait en faveur du retrait de certaines mesures mises en place par la Fed pour répondre à la crise. À la fin de 2010, il s'est opposé à la mise en place du deuxième programme d'achat d'obligations (il a toutefois voté pour). Il a démissionné de son poste de gouverneur en mars 2011.

À la lumière de son passage à la Fed, Kevin Warsh serait probablement un candidat plus *hawkish*, notamment par rapport à Janet Yellen. Dans ce contexte, même Donald Trump pourrait trouver qu'il serait possiblement trop prompt à relever les taux ou à réduire le bilan. Toutefois, des arguments jouent en sa faveur. Son allégeance républicaine est indéniable. Il a souvent fait le lien entre la Fed de Bernanke et les membres républicains du Congrès pendant la crise financière. Il a conseillé Trump pendant sa campagne électorale et l'on a déjà pu le voir participer aux différents comités économiques (maintenant dissous) mis en place au début du mandat de Trump. Comme les liens personnels semblent avoir une importance particulière sous la présente administration, il faut souligner que le beau-père de Kevin Warsh est un ami personnel de longue date du président.

#### **Jerome Powell**

Nommé par Barack Obama, Jerome Powell est gouverneur de la Fed depuis mai 2012. D'allégeance républicaine, sa nomination est due au fait que pour délier l'obstruction des républicains, le président Obama a conjointement sélectionné Powell et Jeremy Stein, un candidat plus près des démocrates. Après avoir terminé la fin d'un mandat inachevé jusqu'en 2014, son présent mandat de gouverneur prendra fin en 2028. Détenant une formation en droit, il a travaillé dans le secteur bancaire puis comme sous-secrétaire au Trésor sous l'administration de George H. W. Bush. Il a ensuite œuvré parmi des groupes de réflexion et de consultation, ainsi qu'auprès de firmes d'investissement.

Au sein de la Fed, ses intérêts semblent plutôt portés sur le fonctionnement du système financier, sur la réglementation et sur les mouvements de capitaux. Il est difficile de lui trouver un penchant idéologique entre *dove* et *hawk*. Comme le font généralement les gouverneurs, il a toujours voté dans le même sens que les présidents Bernanke et Yellen.

#### **Gary Cohn**

Directeur du Conseil économique national de l'administration Trump et proche conseiller du président, le nom de Gary Cohn comme possible président de la Fed est apparu au printemps. Avant de rejoindre l'équipe de Trump, il était l'un des principaux dirigeants de la firme Goldman Sachs. Avec le secrétaire au Trésor, Gary Mnuchin, il a piloté le dossier de la réforme fiscale pour la Maison-Blanche. Ses chances d'accéder au poste de Janet Yellen ont toutefois diminué au cours de l'été lorsqu'il s'est distancié de certains propos litigieux de Donald Trump.

#### **John B. Taylor**

Le nom de John B. Taylor comme gouverneur ou président de la Fed revient chaque fois qu'un républicain occupe le Bureau ovale. Professeur à l'Université Stanford en Californie, il est une sommité dans les cercles académiques portant sur la politique monétaire. Il est l'auteur de la « Règle de Taylor » qui dicte une cible de taux directeur selon l'écart entre le PIB et son potentiel d'un côté et la divergence entre l'inflation et sa cible de l'autre côté. Il a souvent critiqué la gestion de la politique monétaire de la Fed, que ce soit sous Greenspan, Bernanke ou Yellen. D'allégeance républicaine, John B. Taylor a travaillé au sein du Council of Economic Advisers sous les administrations Ford, Carter et Bush père. Il a également été sous-secrétaire au Trésor pour les affaires internationales sous George W. Bush.

Taylor offrirait un contraste avec la politique actuelle de la Fed. Celle-ci laisse une grande marge de manœuvre au comité de politique monétaire sur le niveau adéquat des taux d'intérêt directeurs. L'approche plus dogmatique de Taylor serait sans doute moins souple. En dehors des temps de crise où une chute de l'inflation ou de la production demanderait des taux très bas, la politique risquerait d'être généralement moins accommodante.

#### **Autres**

La considération de Neel Kashkari comme candidat potentiel à la présidence de la Fed provient davantage d'acteurs des marchés financiers que de la Maison-Blanche. Président de la Fed de Minneapolis depuis novembre 2015, Kashkari a auparavant travaillé chez Goldman Sachs puis au département du Trésor (2006-2009). En 2014, il a été le candidat républicain au poste de gouverneur de la Californie.

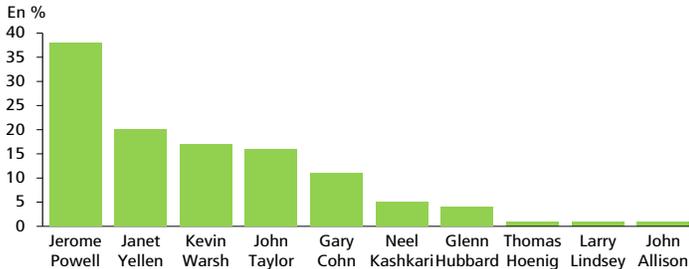
Les noms d'autres personnalités ou d'économistes d'allégeance républicaine reviennent quelquefois comme candidats potentiels à la tête de la Fed. On pense à Glenn Hubbard, un professeur de Columbia qui a été le prédécesseur de Bernanke comme président du Council of Economic Advisers sous George W. Bush. Gregory Mankiw de l'Université Harvard, un autre conseiller économique sous Bush, est aussi un candidat possible. D'anciens gouverneurs de la Fed d'allégeance républicaine ou d'anciens présidents de Fed régionales sont aussi quelques fois mentionnés comme successeurs potentiels à Janet Yellen.

#### **Spéculation et probabilités autour du choix de Donald Trump**

Qui choisira Donald Trump? L'attente se poursuit et, pour le moment, on ne peut que faire des spéculations sur la personne qui sera sélectionnée par le président. Il existe toutefois un marché sur les probabilités de certaines personnes à devenir président de la Fed. Les prix de chaque candidat représentent la probabilité telle que perçue par les participants à ce marché. Ces prix changent en fonction des rumeurs, événements et déclarations qui peuvent affecter cette « course » à la présidence de la Fed. Le graphique 2 (à la page 4) représente les probabilités au 17 octobre, tandis que le graphique 3 (à la page 4) affiche

**GRAPHIQUE 2**  
**Powell, Yellen et Warsh en tête**

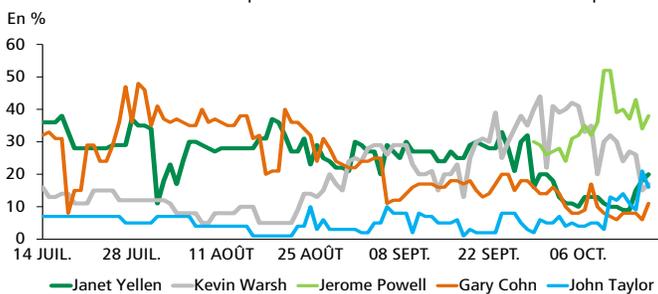
Probabilités des candidats à la présidence de la Réserve fédérale selon le site predictit.org au 17 octobre 2017



Sources : predictit.org et Desjardins, Études économiques

**GRAPHIQUE 3**  
**Les plus récentes rumeurs ont favorisé Powell, Yellen et Taylor**

Probabilités des candidats à la présidence de la Réserve fédérale selon le site predictit.org



Sources : predictit.org et Desjardins, Études économiques

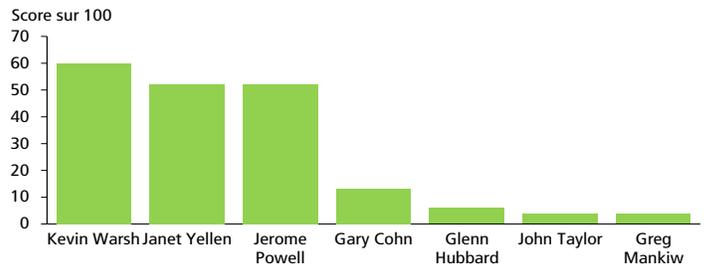
l'évolution des probabilités des principaux candidats depuis juillet. On peut voir que lorsqu'il a été su, à la fin septembre, que Trump avait rencontré Warsh, sa probabilité a augmenté, de même lorsque ça a été le tour de Powell, de Taylor et de Yellen maintenant. La baisse de popularité de Gary Cohn s'explique par le malaise qui s'est installé avec Trump après les événements de Charlottesville.

Des sondages permettent aussi de voir où sont les chances de certains candidats. La firme Bloomberg a sondé entre le 6 et le 11 octobre l'opinion des participants à son consensus mensuel sur l'économie américaine. Les résultats sont présentés au graphique 4. Dans ce cas, c'est davantage Kevin Warsh qui semble avoir le plus de chance de devenir président de la Fed.

Ces anticipations sont appelées à changer à mesure que l'on s'approche de la véritable décision de Donald Trump. Le 12 octobre, le secrétaire au Trésor, Steven Mnuchin, a dit en entrevue que le président n'avait pas de date limite spécifique, mais que la décision devrait être prise au cours du mois. De son côté, le chef de cabinet de Donald Trump, John Kelly, a dit la même journée que le processus n'était pas terminé et que la décision serait prise « dans quelque temps ».

**GRAPHIQUE 4**  
**Selon un sondage de Bloomberg, Warsh serait en tête, suivi par Yellen et Powell**

Classement des candidats à la présidence de la Réserve fédérale selon un sondage de Bloomberg auprès des participants au consensus économique au 12 octobre 2017



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Les défis du prochain président de la Fed**

Qui qu'il soit, le prochain président de la Fed fera face à plusieurs défis. Le succès de son passage à la tête de l'institution et la possibilité d'un éventuel renouvellement dans quatre ans dépendront de sa capacité à les relever. La santé des économies américaine et mondiale est aussi en jeu. Parmi les principaux défis, on retrouve :

**La normalisation de la politique monétaire**

Après avoir stagné à un plancher de seulement 0,25 % pendant sept ans, les taux directeurs de la Fed sont maintenant sur une tendance haussière. Quatre hausses ont déjà eu lieu et une autre est largement prévue pour décembre. Présentement à 1,25 %, les taux sont encore loin d'un niveau « normal » de long terme que la Fed estime elle-même autour de 2,75 %. Le processus de normalisation des taux directeurs est donc loin d'être terminé et le chemin pour se rendre, ainsi que le rythme des prochaines hausses pourraient bien dépendre de la direction donnée par le prochain président de la Fed.

Depuis la crise financière, la politique monétaire est bien plus qu'une affaire de taux d'intérêt. La Fed a aussi joué avec son bilan, le gonflant en achetant des obligations fédérales et des obligations d'agences hypothécaires. L'encours de ses actifs a augmenté de 4 000 G\$ US. La Fed a maintenant commencé à diminuer ce bilan avec un processus très graduel d'arrêt partiel des réinvestissements des obligations arrivées à échéance. Sous l'égide d'un nouveau président, la Fed pourrait changer de stratégie en pressant le pas de ce dégonflement.

**Les communications**

Au cours des dernières années de l'ère Bernanke et aussi sous l'égide de Janet Yellen, la Fed a entrepris une réforme de ses communications. Depuis, la Fed a établi une cible officielle d'inflation, publie trimestriellement les prévisions des dirigeants sur l'économie et les taux d'intérêt directeurs et a mis en place les conférences de presse trimestrielles. Cette stratégie a des avantages et des inconvénients que devra soupeser le prochain président.

**La réglementation**

Pendant la crise financière, la Fed a été la cible de nombreuses critiques envers son rôle de réglementation du système financier. La loi de réglementation financière adoptée en 2010 sous Obama lui donne de nouveaux pouvoirs. Toutefois, il semble que sept ans plus tard, certains points restent à être déterminés. De plus, le président Trump et son entourage semblent vouloir revoir cette réglementation. Ce dossier pourrait redevenir d'actualité.

**La prochaine récession**

La reprise de l'économie américaine après la crise financière a souvent été qualifiée de lente et modérée. Elle commence toutefois à se faire longue. Le dernier creux remonte à juin 2009; le cycle aura donc bientôt dix ans. Un nouveau ralentissement, voire un repli, devra donc éventuellement se manifester. La réaction de la Fed et la gestion de la politique monétaire pendant une possible récession seront probablement les principaux éléments sur lesquels sera jugé le prochain président de la Fed.

**À Donald Trump de choisir**

À l'image d'un juge de la Cour suprême, choisir un président de la Fed est un enjeu marquant pour la Maison-Blanche. L'occasion n'arrive pas souvent et une fois en place, le président de la Fed est pratiquement indélogeable. De plus, les conséquences d'une mauvaise décision peuvent être très graves pour l'économie et les marchés financiers. Deux éléments qui permettent aussi de juger du succès d'une administration présidentielle.

Après Greenspan, les choix de Bernanke et de Yellen se sont faits de manière assez paisible alors que tous deux formaient une certaine continuité avec leur prédécesseur. Si l'objectif de minimiser l'incertitude était impératif, le choix de Yellen (ou de Powell dans une moindre mesure) pourrait s'imposer. Les vues plus *hawkish* et plus critiques envers les actions passées de la Fed que pourraient favoriser Kevin Warsh ou John B. Taylor amèneraient plus de contraste et, peut-être, plus de turbulences sur les marchés, du moins à court terme. C'est maintenant à Donald Trump de décider qui il veut embaucher pour ce poste névralgique pour les économies américaine et mondiale.

**Francis Généreux**, économiste principal