

ENSAE Paris

Mémoire d'économie descriptive

Banques Centrales, évolutions récentes et
marchés financiers

Teiki HEINIS - Evan DJIEMON YOUNBI - Adrien BARRAU - Raphaël ZAMBELLI-PALACIC

15/12/2023



Introduction

L'inflation européenne semble avoir atteint un plafond autour de 10.7% en octobre 2022, depuis elle suit une diminution progressive et atteint 2.9% un an après. Pendant cette période de forte inflation, la banque centrale européenne fut sous le feu des critiques pour ne pas avoir anticipé cette crise, certains dénoncent même une banque centrale actrice du déclenchement de cette crise. Les politiques monétaires mises en place durant la crise sanitaire pour lutter contre ses effets sur l'économie ont eu un effet sur les marchés financiers et sur le déclenchement de la crise inflationniste qui a suivi.

Ainsi il semble pertinent de se questionner sur l'influence des banques centrales sur les différents marchés financiers et voir comment l'évolution des politiques monétaires employées peut bouleverser certains marchés.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) définit un marché financier comme un lieu, virtuel ou physique, où les différents acteurs du marché (personnes physiques, sociétés privées ou encore institutions publiques) se réunissent pour négocier des produits financiers à un prix qui reflètent l'offre et la demande. Il existe plusieurs marchés pour plusieurs types de produits financiers. Ainsi, il existe un marché pour les actions, où s'échangent les actions ; un marché des taux d'intérêt, où s'échangent les dettes ; ou encore le marché des changes (également appelé "forex"), où s'échangent les devises.

Le lien entre marchés financiers et crises financières est très puissant, c'est lorsque des marchés financiers subissent une crise que cela se répand dans le reste de l'économie. En effet, on caractérise les crises financières par une crise qui commence dans un ou plusieurs marchés financiers, qui entraînent des effondrements boursiers, ce qui propagent la crise à l'économie réelle avec des faillites, une montée du chômage ou encore une forte inflation. Ainsi, la crise de 2008 est d'abord une crise du marché immobilier : l'expansion des crédits immobiliers à de nombreux ménages qui ne peuvent plus rembourser leur emprunt suite à une hausse des taux d'intérêts entraîna une chute de la valeur de ces biens immobiliers. A la suite de cette crise immobilière, certaines banques comme la banque Lehman Brothers font faillite, et la crise se répand à tout l'économie. Par conséquent, il semble aussi pertinent de regarder l'impact des politiques des banques centrales sur les crises financières, ce que nous ferons par la suite en complément de l'impact sur les marchés financiers.

Dans ce mémoire nous nous interrogerons sur comment expliquer que les banques centrales, qui ont pour mission d'assurer la stabilité des marchés, puissent participer à la résolution des crises financières mais aussi au déclenchement de nouvelles crises. En d'autres termes, comment la résolution des crises financières peut amener au déclenchement de nouvelles crises.

Afin de répondre à cette problématique, nous nous appuierons sur diverses analyses d'économistes français mais également du monde entier expliquant les conséquences des différentes politiques monétaires des banques centrales lors des dernières décennies. En particulier, nous regarderons les politiques des banques centrales avant, pendant et après les crises financières majeures de ces dernières décennies, en expliquant pourquoi elles ont été mises en place et quelles ont été leurs conséquences. Dans

ce mémoire nous ne nous fixons aucun cadre géographique pourtant, nous regarderons plus particulièrement les actes de la banque centrale européenne (BCE) ainsi que son équivalent américain : la réserve fédérale (FED).

Dans ce mémoire, nous expliquerons en détails le rôle des banques centrales ainsi que leurs singularités **(chapitre I)**. Puis nous verrons comment réagissent-elles pour prévenir certaines crises et comment cela a pu en déclencher d'autres, avec un résumé de la situation actuelle **(chapitre II)**. Pour finir, nous étudierons en détails certaines politiques modernes mises en place par les banques centrales depuis ces deux dernières décennies **(chapitre III)**.

Sommaire

Introduction	2
Sommaire	4
I. Présentation générale des banques centrales	5
<i>A. Rôle historique des banques centrales</i>	5
<i>B. Les outils des banques centrales</i>	10
<i>C. Les évolutions modernes des banques centrales</i>	13
II. Le rôle des banques centrales dans le déclenchement des crises financières	16
<i>A. Erreurs des banques centrales</i>	16
<i>B. La folie des banques centrales</i>	18
<i>C. Point sur la situation actuelle</i>	21
III. Réponses apportés par les banques centrales aux crises financière	25
<i>A. La gestion des crises par les taux directeurs</i>	25
<i>B. La gestion des crises par le quantitative easing</i>	27
<i>C. Gestion par la forward guidance</i>	29
Conclusion	33
Bibliographie	34
Annexes	36

I. Présentation générale des banques centrales

Une banque centrale est une institution publique qui gère la monnaie d'un pays ou d'un groupe de pays et contrôle la masse monétaire, c'est-à-dire la quantité de monnaie en circulation. Elle est régie par mandat qui précise ses objectifs. Les missions attribuées aux banques centrales diffèrent d'un pays à l'autre, quoique la stabilité des prix soit l'objectif le plus répandu. Depuis leur émergence, les banques centrales ont exercé une influence profonde sur les économies mondiales, et leurs outils et méthodes ont constamment évolué pour répondre aux défis changeants du paysage financier. Il convient donc d'examiner en détail le rôle historique des banques centrales, de plonger dans les outils qu'elles ont employés au fil du temps, et de tracer l'évolution moderne de ces institutions financières cruciales. En comprenant leur histoire et leurs évolutions, nous serons mieux équipés pour appréhender le rôle actuel des banques centrales dans l'économie mondiale, notamment dans le déclenchement et la résolution des crises financières.

A. Rôle historique des banques centrales

Les banques les plus anciennes, Banque d'Angleterre (1694), Banque de Suède (1666) ou plus récemment la Banque de France (1800), n'avaient pas été conçues comme des institutions centrales mais seulement comme des instituts d'émission des billets de banque et d'escompte de lettres de change et de billets à ordre, ces activités étant pour partie exercées au profit de l'Etat. Dans le cas particulier de la banque de France, outre sa mission principale d'émission de billets, elle pouvait se permettre de recevoir des dépôts des particuliers et des établissements publics. De plus, elle s'engageait à rendre divers services au Trésor public : encaissement des obligations des receveurs généraux et paiements des pensions et rentes. Cependant, dès 1945, la Banque de France a reçu de nouvelles attributions qui l'ont amenée à réduire puis à éliminer ses opérations avec la clientèle privée. Enfin, la loi sur l'indépendance de la Banque de France du 4 août 1993 décida qu'à compter du 1er janvier 1994, il ne serait plus procédé à l'ouverture de nouveaux comptes de dépôts pour des particuliers (hormis pour les agents de la Banque) ou pour des entreprises. C'est donc très progressivement que la Banque de France, initialement établissement commercial d'escompte susceptible d'intervenir en faveur du Trésor, a été transformée en une véritable « Banque centrale » responsable de la sécurité et de la pérennité de l'ensemble du système des paiements ainsi que de la politique monétaire.

De manière plus générale, les banques centrales contrôlent la politique monétaire, à savoir les décisions affectant la quantité de monnaie en circulation et les taux d'intérêt dans son pays ou sa zone

économique. Elles fonctionnent d'ordinaire en vertu d'un texte (loi, traité international), qui fixe à la banque centrale son mandat.

1. Mandat d'une banque centrale

Le mandat présente l'objectif, ou énumère les objectifs, que la banque centrale doit chercher à atteindre dans son activité. Chaque pays peut accorder à sa banque centrale des missions et lui conférer des outils différents. Les lois nationales ou des traités supranationaux peuvent également contraindre la banque centrale ou lui donner des pouvoirs d'action supplémentaires. L'objectif le plus répandu est celui de la stabilité des prix, mais il existe également plusieurs autres missions possibles qui peuvent être hiérarchisées dans le mandat.

a) L'objectif de stabilité des prix

La stabilité monétaire (ou stabilité des prix) est le maintien relatif de la valeur d'une monnaie dans le temps par rapport à la valeur des biens et services présents dans un système économique. Il s'agit donc d'un état d'équilibre entre inflation et déflation. La stabilité des prix est un objectif économique qui vise à maintenir un taux d'inflation bas et stable dans une économie. En termes simples, cela signifie que les prix des biens et des services ne devraient pas augmenter de manière excessive ou volatile sur une période donnée. Les banques centrales cherchent généralement à atteindre un taux d'inflation cible, qui est autour de 2% dans de nombreuses économies développées. Toutefois, il est légitime de s'interroger sur le choix d'une telle cible. En effet, si l'objectif principal d'une banque centrale est d'assurer la stabilité des prix, pourquoi ne cible-t-elle pas un taux d'inflation à 0%? Pour répondre à cette question, on peut s'appuyer sur une analyse présentée dans l'Occasional paper n°269 de la Banque centrale européenne (ECB, 2021). D'une part, un taux d'inflation éloigné de zéro comporte des coûts économiques (modifications de prix plus fréquentes, par exemple), il se traduit par une inflation plus volatile (sur la base de l'expérience passée), et dévie de la stabilité des prix au sens littéral pouvant entraîner des conséquences négatives, telles qu'une perte de pouvoir d'achat, des incertitudes économiques, et des distorsions dans les décisions économiques. D'autre part, un surplus d'inflation positive atténue la crainte de biais de mesure dans l'Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) qui est l'indicateur utilisé pour calculer les anticipations d'inflation de façon la plus comparable possible pour tous les pays de l'Union européenne. Par ailleurs, une cible d'inflation positive offre également une marge de sécurité à la banque centrale contre le risque de déflation. En effet, en période de crise, le principal outil d'une banque centrale est le niveau des taux d'intérêt, qui permet de stimuler l'investissement. En effet, lorsque le taux baisse, les entreprises peuvent emprunter à taux plus bas, et donc investir davantage. Mais ce qui compte pour une entreprise n'est pas le taux nominal de l'emprunt, mais le taux réel, dont l'équation de Fisher donne une approximation:

Taux d'inflation réel = Taux d'inflation nominal – Inflation anticipée.

Ainsi, en période de déflation, il est impossible d'avoir un taux réel négatif ; le taux nominal ne pouvant pas être négatif. Avoir de l'inflation permet donc d'avoir plus de marge de manœuvre en cas de crise, grâce à la possibilité d'avoir un taux d'intérêt réel négatif pour relancer la croissance. (Andrade et al., 2021)

b) Les objectifs de croissance et plein emploi

La croissance économique désigne la variation positive de la production de biens et de services dans une économie sur une période donnée, généralement une longue période. Le plein emploi quant à lui désigne une situation dans laquelle le chômage d'un territoire est réduit au chômage frictionnel incompressible, soit à un taux inférieur à 5 % au sens de l'organisation internationale du travail (OIT). Certaines banques centrales, comme la Réserve fédérale (Fed), disposent, dans leur mandat, d'une mission relative au soutien à la croissance et au maintien du plein emploi. Plus précisément, cela signifie que la banque centrale s'engage à soutenir la croissance économique et à maximiser l'emploi à travers sa politique monétaire.

c) L'objectif de stabilité financière

Le système financier est un vaste réseau d'institutions, de marchés, de contrats et d'instruments qui facilitent la circulation de l'argent, des investissements, des crédits et des actifs financiers au sein d'une économie. Sa stabilité fait référence à sa capacité à résister aux chocs, à maintenir son fonctionnement normal et à éviter les crises financières. Au regard de l'accroissement des enjeux de stabilité financière, il s'est posé récemment la question de l'inclusion d'un tel objectif dans les mandats de banque centrale. Ainsi, certaines banques centrales ont pour mission de superviser et réguler les institutions financières de leur pays. Elles établissent des normes pour la solvabilité, la liquidité et la gestion des risques, afin de maintenir la stabilité du système financier. Ces missions ont été renforcées après la crise de 2008. Par exemple, en France depuis 2013, la loi donne à la Banque de France la responsabilité de veiller à la stabilité financière, conjointement avec le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF).

d) L'objectif de développement durable

L'inclusion d'objectifs de développement durable dans les mandats des banques centrales est de plus en plus reconnue comme une avancée essentielle pour la réalisation des Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies. Les banques centrales, en tant que gardiennes de la stabilité économique, jouent un rôle clé dans la promotion d'une croissance durable et équilibrée. En intégrant les ODD, les banques centrales peuvent favoriser la durabilité environnementale, l'inclusion sociale et la réduction des inégalités. Cela implique de prendre en compte des facteurs tels que l'empreinte carbone, l'inclusion financière, et la réduction de la pauvreté dans leurs décisions de politique monétaire. Par exemple, les travaux de la BCE sur la problématique du changement climatique s'articulent autour de

trois objectifs. Tout d’abord, un premier objectif est celui de la gestion des risques liés au climat: “Nous œuvrons à mieux comprendre, surveiller et gérer les risques climatiques dans nos opérations de politique monétaire et de placement ainsi que dans le système financier. Nous évaluons également l’incidence que le changement climatique et les mesures prises pour l’atténuer peuvent avoir sur l’économie.” Le second objectif est celui du soutien de la transition écologique: “Nous soutenons une transition ordonnée vers une économie neutre en carbone avec des mesures qui s’inscrivent dans notre mandat. Nous encourageons notamment le développement de la finance durable et créons des incitations en faveur d’un système financier plus respectueux de l’environnement”. Enfin, un objectif de promotion d’une action plus large: “Nous contribuons à améliorer la compréhension globale des risques liés au climat et travaillons en étroite collaboration avec nos partenaires européens et internationaux sur des thèmes relatifs au climat et à la finance durable. Nous œuvrons également à améliorer la transparence de nos activités et à réduire leur incidence sur l’environnement.”.

Cependant, équilibrer ces objectifs avec la stabilité des prix traditionnelle peut être un défi. Néanmoins, cette évolution vers une finance plus durable est essentielle pour un avenir plus équitable et respectueux de l'environnement.

Au regard de ce qui précède, les missions des banques centrales sont en constante évolution et l’objectif de stabilité de prix est de plus en plus accompagné d’autres objectifs qui tiennent compte de grands enjeux globaux tels que la stabilité financière et le développement durable. Il convient d’examiner en détail quelques banques centrales afin d’y voir plus clair sur les différents mandats possibles.

2. Présentation de quelques banques centrales

Dans le paysage économique mondial, deux institutions financières majeures jouent un rôle crucial dans la gestion de la politique monétaire et la stabilité des marchés : la Banque Centrale Européenne (BCE) et la Réserve Fédérale américaine (FED). Ces institutions, respectivement responsables de la zone euro et des États-Unis, exercent une influence significative sur leurs économies nationales et, par extension, sur l’économie mondiale. Pour comprendre les nuances de leurs approches et évaluer leurs performances, il est essentiel de se plonger dans la compréhension des mandats qui guident leurs actions.

a) La banque centrale européenne (BCE)

La BCE est l'institution monétaire centrale de la zone euro, qui regroupe actuellement 20 des 27 États membres de l'Union européenne. Créée en 1998 et entrée en fonction en 1999, la BCE a son siège à Francfort, en Allemagne, et joue un rôle essentiel dans la gestion de la politique monétaire de la zone euro. Elle est dirigée par un comité exécutif, composé de six membres du directoire et du président de la

BCE. Son Conseil des gouverneurs comprend les membres du directoire et les gouverneurs des banques centrales nationales des pays de la zone euro.

Le principal objectif de la BCE est de maintenir la stabilité des prix au sein de la zone euro. Elle vise à contrôler l'inflation et à garantir que les taux d'inflation restent proches, mais inférieurs à 2 % à moyen terme. Nous avons déjà évoqué les raisons qui justifient cette cible de 2%. Par ailleurs, l'orientation à "moyen terme" de la stratégie de la BCE se justifie par l'impossibilité de maintenir l'inflation à 2% en permanence. En effet, la transmission de la politique monétaire à l'inflation nécessite du temps, et des perturbations peuvent survenir dans l'intervalle, telles que l'augmentation des prix de l'énergie ou des contraintes d'approvisionnement, auxquelles la banque centrale peut avoir du mal à réagir de manière adéquate (Cecioni et al., 2021). La définition d'une marge de tolérance autour de l'objectif, une approche adoptée par certaines banques centrales, constitue une reconnaissance de la volatilité de l'inflation et de la difficulté à effectuer des ajustements précis à court terme. Cependant, la flexibilité de l'orientation à moyen terme tient déjà compte du fait que la réponse appropriée de la politique monétaire dépend de l'origine, de l'ampleur et de la persistance des chocs économiques (Occasional Paper, section 3).

Le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, fixe à la BCE un mandat contenant cet objectif principal (la stabilité des prix) en même temps qu'un objectif subsidiaire : sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, la banque centrale doit viser le « plein emploi », une « croissance économique équilibrée », ainsi qu'« un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement » ; aussi, elle doit contribuer à la « stabilité du système financier ».

In fine, la BCE est une institution indépendante et est le pilier central de l'Eurosystème, qui englobe l'ensemble des banques centrales nationales de la zone euro. Elle contribue ainsi à l'intégration économique et monétaire de l'Union européenne et à la gestion de la monnaie unique, l'euro.

b) La réserve fédérale (Fed)

La Fed est la banque centrale des États-Unis et joue un rôle clé dans la gestion de la politique monétaire et la régulation financière. Elle est composée de 12 banques régionales de réserve fédérale réparties à travers les États-Unis, en plus du conseil des gouverneurs à Washington, D.C. Cette structure vise à assurer une représentation géographique dans la prise de décisions. Elle a un mandat de double objectif ou "double-mandat". En effet, elle est chargée de promouvoir la stabilité des prix et de soutenir le plein emploi. Cela signifie que la Fed prend en compte à la fois l'inflation et le chômage dans ses décisions de politique monétaire. En plus de son mandat de politique monétaire, la Fed joue un rôle clé dans la régulation du secteur financier. Elle supervise et réglemente les banques pour garantir leur stabilité et la sécurité du système financier. Bien que le Congrès américain supervise la Fed, l'institution jouit d'une grande indépendance opérationnelle pour prendre des décisions de politique monétaire sans ingérence politique directe.

Ainsi, La Fed est un acteur majeur dans l'économie américaine et mondiale, influençant les taux d'intérêt, la croissance économique, l'emploi et la stabilité financière. Son mandat dual reflète l'importance de l'équilibre entre la stabilité des prix et le plein emploi pour l'économie des États-Unis.

En définitive, les objectifs des banques centrales sont fixés par leurs statuts. Ces statuts varient d'une banque à l'autre, et fixent des objectifs qui peuvent inclure, en plus de la stabilité des prix, d'autres objectifs, comme la réduction du chômage. La Banque centrale européenne a ainsi pour « objectif principal [...] de maintenir la stabilité des prix », là où la Réserve fédérale des États-Unis a trois objectifs : « un taux d'emploi maximum, des prix stables et des taux d'intérêt à long terme peu élevés ». Ainsi la Fed doit prioritairement, par ses statuts, chercher à influencer le chômage dans le sens de la baisse notamment tout en maintenant des prix stables, tandis que la Banque centrale européenne a pour objectif fondamental la seule stabilité des prix. Il convient dès à présent d'examiner les outils ou actions utilisés par les banques centrales pour atteindre leurs objectifs.

B. Les outils des banques centrales

Les banques centrales utilisent divers instruments pour mettre en œuvre la politique monétaire et atteindre leurs objectifs. Dans le cadre de leur fonctionnement normal, on parle d'instruments des politiques monétaires conventionnelles. Les principaux sont les taux directeurs, les réserves obligatoires, les opérations sur le marché ouvert, et les prêts en dernier ressort.

1. Les taux directeurs

Les taux directeurs sont des instruments de politique monétaire essentiels utilisés par les banques centrales pour influencer l'économie d'un pays. Ils sont fondamentaux pour réguler l'offre de monnaie, les taux d'intérêt et, en fin de compte, pour atteindre les objectifs de la politique monétaire, tels que la stabilité des prix, la croissance économique et le plein emploi. On distingue :

- **Le taux de rémunération des dépôts**, ou taux de la facilité de dépôt, qui est le taux d'intérêt fixé par la banque centrale auquel sont rémunérés les dépôts que placent les banques et autres établissements financiers auprès de la banque centrale. Par exemple, le jeudi 14 septembre 2023, il est fixé par la BCE à 4%, soit le plus haut niveau jamais atteint depuis le lancement de la monnaie unique.
- **Le taux de refinancement** qui est celui auquel les banques commerciales peuvent emprunter auprès de la banque centrale.
- **Le taux d'escompte ou taux de prêt marginal** qui est un taux d'intérêt utilisé sur le marché monétaire, pour les prêts à très court terme (quelques jours).

Le principal taux directeur est le taux de refinancement. En augmentant ou diminuant ce taux, la banque centrale peut influencer les taux d'intérêt pratiqués par les banques commerciales sur les prêts et les dépôts. En effet, lorsque la banque centrale souhaite stimuler l'économie, elle abaisse son taux de refinancement. Cela incite les banques commerciales à emprunter davantage, à réduire leurs taux d'intérêt sur les prêts, et à encourager les entreprises et les ménages à emprunter et dépenser davantage. Le résultat est une augmentation de la masse monétaire en circulation. De même, lorsque l'inflation menace de devenir excessive, la banque centrale peut augmenter son taux directeur pour décourager les emprunts et réduire la demande globale. Cela contribue à freiner la hausse des prix.

Par ailleurs, la communication de la banque centrale concernant ses intentions en matière de taux directeurs est cruciale. Les marchés financiers et les acteurs économiques suivent de près les déclarations et les décisions de la banque centrale, ce qui influence leurs anticipations et leurs comportements.

En résumé, les taux directeurs sont un outil puissant de la politique monétaire utilisé pour influencer l'économie. Leur rôle consiste à réguler l'offre de monnaie, les taux d'intérêt et la demande globale, et ainsi à atteindre les objectifs économiques de la banque centrale. Les ajustements des taux directeurs sont minutieusement examinés et communiqués pour anticiper et atténuer les fluctuations économiques. Ils ont un impact direct sur les finances des entreprises et des particuliers, ce qui en fait un élément clé de la gestion macroéconomique d'un pays.

2. Les taux de réserve obligatoire

Les banques commerciales doivent détenir un pourcentage de leurs dépôts sous forme de réserves à la banque centrale. En ajustant ce ratio, la banque centrale peut contrôler la quantité de monnaie en circulation. En effet, lorsqu'une banque centrale augmente le taux de réserve obligatoire, les banques commerciales sont contraintes de conserver davantage d'argent sous forme de réserves, réduisant ainsi la quantité d'argent qu'elles peuvent prêter ou investir. Cela entraîne une réduction de la masse monétaire en circulation, ce qui peut aider à maîtriser l'inflation en limitant la demande globale. En revanche, en diminuant le taux de réserve obligatoire, la banque centrale donne aux banques commerciales plus de marge de manœuvre pour prêter et investir. Cela stimule l'offre de crédit, ce qui peut entraîner une baisse des taux d'intérêt sur le marché, favorisant l'emprunt, l'investissement et la croissance économique. Cet instrument est aujourd'hui peu utilisé par la BCE. La seule modification du taux des réserves obligatoires remonte au 18 janvier 2012, où il est passé de 2 % à 1 %. Il n'avait pas évolué auparavant.

3. Les opérations d'open market

Les opérations d'open market sont un outil concret de politique monétaire utilisé par les banques centrales pour influencer la masse monétaire et les taux d'intérêt sur le marché. Lorsque la banque centrale souhaite accroître la masse monétaire en circulation et abaisser les taux d'intérêt, elle décide d'acheter des actifs, généralement des titres du gouvernement ou d'autres titres financiers, sur le marché.

Elle les achète aux banques commerciales ou à d'autres institutions financières. L'achat d'actifs par la banque centrale injecte de l'argent frais dans le système financier. Les banques commerciales reçoivent un paiement de la banque centrale pour les actifs vendus, ce qui augmente leurs réserves. Avec des réserves excédentaires, les banques commerciales ont plus de capacité pour accorder des prêts à d'autres banques ou à emprunteurs, ce qui augmente la concurrence pour les emprunteurs et fait baisser les taux d'intérêt sur le marché. Cela encourage les emprunts, l'investissement, et la consommation. L'augmentation de l'offre de crédit stimule la masse monétaire en circulation, car les prêts accordés par les banques commerciales créent de la monnaie. Cela contribue à soutenir la croissance économique. En revanche, si la banque centrale souhaite freiner l'inflation, elle peut vendre des actifs sur le marché. L'argent retiré du système financier réduit les réserves bancaires, ce qui incite les banques à restreindre l'offre de crédit, augmentant ainsi les taux d'intérêt et maîtrisant la demande globale.

Les opérations "d'open market" permettent à la banque centrale de réagir rapidement aux besoins économiques changeants. Elles peuvent être utilisées pour atténuer les chocs économiques, stimuler la croissance, maintenir la stabilité des prix, ou stabiliser le système financier.

4. Les prêts en dernier ressort

Le prêt en dernier ressort est un mécanisme par lequel les banques centrales prêtent de l'argent aux banques commerciales en cas d'urgence, lorsque ces dernières ne parviennent pas à obtenir des fonds sur le marché interbancaire ou auprès d'autres sources de financement. En effet, les banques commerciales peuvent se retrouver dans une situation d'urgence en raison de divers facteurs, tels que des crises financières, des retraits massifs de dépôts, des problèmes de liquidité, ou des perturbations du marché. Elles peuvent avoir besoin de liquidités supplémentaires pour continuer à fonctionner normalement. Elles peuvent alors demander un prêt en dernier ressort à leur banque centrale en fournissant des garanties. Les prêts en dernier ressort sont accordés à un taux d'intérêt d'urgence, souvent supérieur aux taux d'intérêt de référence de la banque centrale. Cela incite les banques à utiliser cette option en dernier recours et à rechercher d'abord des sources de financement sur le marché interbancaire. Ce prêt a pour objectif de stabiliser le système financier en empêchant des faillites bancaires qui pourraient avoir des conséquences systémiques. Il permet aux banques de continuer à fonctionner normalement, de rembourser les dépôts des clients et d'éviter des paniques bancaires. La banque centrale joue un rôle crucial en tant que prêteur de dernier ressort pour maintenir la confiance dans le système financier. Cependant, elle doit exercer cette fonction avec prudence pour éviter les comportements excessivement risqués des banques, car elles savent qu'elles peuvent compter sur un prêt de dernier recours.

En résumé, le prêt en dernier ressort des banques centrales est une mesure de secours qui permet aux banques commerciales d'obtenir des liquidités en cas d'urgence. Il vise à préserver la stabilité du système financier en évitant les crises bancaires et les conséquences systémiques qui pourraient en résulter.

C. Les évolutions modernes des banques centrales

Les banques centrales du monde entier font face à des évolutions modernes passionnantes, notamment en ce qui concerne la stabilité financière qui constitue une de leurs missions essentielles surtout depuis la crise de 2008. Le secteur financier fait l'objet d'une régulation spécifique car il constitue un élément clé du financement de l'économie et donc de la protection de l'épargne, de la croissance et de l'emploi. Les États, les banques centrales et plusieurs institutions européennes et internationales coopèrent et définissent ensemble les règles nécessaires à la stabilité financière dans le monde. Dans ce cadre, les banques centrales adoptent une politique dite macroprudentielle (à ne pas confondre avec la politique monétaire) qui doit permettre d'éviter que les difficultés d'acteurs financiers aient des répercussions sur l'économie réelle. Nous présenterons le concept de politique macroprudentielle puis nous examinerons ses principaux instruments.

1. Le concept de politique macroprudentielle

La politique macroprudentielle vise à garantir la solidité globale du système financier en gérant les risques dans son ensemble. Elle intervient en cas de risque systémique, c'est-à-dire des dysfonctionnements importants au sein du système financier qui pourraient affecter l'économie réelle (effets de contagion). Il existe de nombreux risques susceptibles de devenir systémiques notamment l'endettement excessif des ménages ou des entreprises, la prise de risque excessive des banques ou encore la formation de bulles des prix des actifs. Ce dernier exemple se produit lorsque les prix des actifs, tels que les actions, les biens immobiliers ou d'autres investissements, augmentent de manière significative et rapide, dépassant souvent leur valeur intrinsèque ou fondamentale. Cette montée des prix est souvent alimentée par l'enthousiasme des investisseurs, les spéculations excessives et un sentiment général d'optimisme irrationnel. Les bulles des prix des actifs se caractérisent par une période d'euphorie au cours de laquelle de nombreux investisseurs achètent des actifs à des prix de plus en plus élevés, anticipant des gains futurs importants. Cependant, cette hausse des prix n'est pas soutenue par des fondamentaux solides, tels que la croissance économique ou les revenus. En fin de compte, les bulles finissent par éclater, ce qui entraîne généralement une chute brutale des prix, des pertes financières importantes pour les investisseurs et, dans certains cas, des répercussions négatives sur l'économie réelle. Les politiques macroprudentielles, généralement menées par les banques centrales permettent alors de limiter la diffusion de ces risques et assurer une résilience meilleure à l'économie en même temps que sa solidité. Elles complètent les politiques micropudentielles qui, elles, visent à assurer la solidité des institutions prises individuellement. Leurs instruments seront néanmoins parfois les mêmes.

2. Les principaux instruments de la politique macroprudentielle

Les instruments macroprudentiels sont nombreux et, s'ils ont tous comme finalité d'améliorer la stabilité financière, ils peuvent être distingués à partir de l'objectif intermédiaire recherché (Knot, 2014). Selon le Comité européen du risque systémique (ESRB, 2013), outre l'amélioration de la résilience des infrastructures financières, dont les contours sont encore flous et dont les instruments sont peu développés (Garcia Revelo et al., 2018), quatre autres objectifs intermédiaires peuvent être dégagés notamment la maîtrise de la croissance du crédit, la maîtrise des risques de liquidité, la diminution de la concentration des expositions et la réduction de l'aléa moral. Nous nous contenterons de présenter trois de ces outils.

a) *Les coussins de fonds propres*

Les coussins de fonds propres sont des exigences réglementaires imposées aux banques et aux institutions financières pour qu'elles maintiennent un certain niveau de capitaux propres par rapport à leurs actifs. Ces exigences sont conçues pour garantir que les banques disposent d'une marge de sécurité financière suffisante pour faire face aux pertes potentielles sans compromettre leur solvabilité ni menacer la stabilité du système financier. Les coussins de fonds propres peuvent être ajustés en fonction du cycle économique. Par exemple, en période de forte croissance économique, les autorités peuvent exiger des niveaux de fonds propres plus élevés pour éviter une expansion excessive du crédit et une spéculation excessive. À l'inverse, en période de ralentissement économique, elles peuvent assouplir ces exigences pour encourager le crédit. Par ailleurs, les coussins de fonds propres peuvent être différenciés en fonction de la taille, de la complexité et de l'importance systémique des banques. Cela permet de s'adapter de manière plus précise aux risques spécifiques associés à chaque institution. En effet, certaines institutions, souvent désignées comme "too big to fail", peuvent être incitées à prendre des risques excessifs en raison de la garantie implicite de l'État en cas de faillite. Pour contrer ce phénomène d'aléa moral, elles peuvent subir des surcharges en fonds propres visant à renforcer leur résilience face aux chocs. On distingue deux catégories d'institutions d'importance systémique : les institutions d'importance systémique mondiale et les institutions d'importance systémique domestique. La méthodologie d'identification varie entre ces deux catégories. Le Conseil de stabilité financière (CSF) et le comité de Bâle ont élaboré la méthodologie pour les institutions d'importance systémique mondiale, évaluant la systémicité à l'aide de cinq catégories d'indicateurs. Ces indicateurs incluent la taille des banques, leur interdépendance, l'absence de substituts directs, leur activité transfrontière et leur complexité. Chaque catégorie contribue équitablement (20 %) au score final utilisé par les autorités macroprudentielles pour déterminer l'importance systémique mondiale et fixer les exigences en fonds propres. Les exigences additionnelles en fonds propres varient de 1% à 3,5 % des actifs pondérés en fonction des risques, selon la tranche de systémicité. Selon le classement du CSF de novembre 2022, 30 banques, dont quatre françaises (BNP Paribas, groupe BPCE, Société générale et groupe Crédit agricole), sont considérées comme d'importance systémique mondiale. Une approche similaire s'applique aux institutions d'importance systémique domestique en France, évaluées par L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). Les exigences additionnelles en fonds propres, calibrées par tranches, sont actuellement plafonnées à 2 % des actifs pondérés en fonction des risques.

b) *Les ratios de service de la dette*

Les ratios de service de la dette, également connus sous le nom de ratios de charge de la dette, sont des mesures utilisées pour évaluer la capacité d'un emprunteur, qu'il s'agisse d'un ménage, d'une entreprise ou d'un gouvernement, à rembourser sa dette. Ils sont généralement exprimés en pourcentage du revenu ou des flux de trésorerie disponibles. Ces ratios comprennent souvent deux composantes principales. D'une part, le ratio dette/revenu qui compare le montant total de la dette d'un emprunteur à son revenu. Plus le ratio dette/revenu est élevé, plus il indique que l'emprunteur consacre une grande partie de son revenu au remboursement de la dette. D'autre part, le ratio dette/service de la dette mesure quant à lui la proportion du revenu ou des flux de trésorerie consacrée au remboursement des intérêts et du capital de la dette. Un ratio de service de la dette élevé peut être préoccupant, car il peut indiquer une difficulté à respecter les obligations de paiement de la dette. Les autorités de réglementation et les banques centrales peuvent imposer des limites aux ratios de service de la dette pour empêcher que les emprunteurs, en particulier les ménages et les entreprises, ne s'endettent de manière excessive. Cela contribue à réduire les risques de défauts de paiement en cas de situations économiques défavorables. En surveillant les ratios de service de la dette au niveau macroprudentiel, les régulateurs peuvent identifier les tendances d'endettement excessif qui pourraient menacer la stabilité du système financier. Cela peut les amener à prendre des mesures préventives pour atténuer ces risques.

c) *Les ratios de liquidité*

La liquidité d'une banque se réfère à sa capacité à convertir rapidement ses actifs (comme de l'argent ou d'autres investissements) en cash, sans perdre beaucoup de valeur. C'est un peu comme avoir de l'argent disponible pour faire face à des dépenses imprévues. La liquidité des actifs quant à elle signifie simplement à quel point il est facile de vendre ou convertir ces actifs en argent liquide. Des actifs liquides peuvent être rapidement transformés en cash sans provoquer de baisse significative de leur valeur. Cela permet à une institution d'être flexible et de répondre aux besoins de trésorerie, surtout en cas d'urgence ou de crise financière. En résumé, plus une banque ou une institution est liquide, plus elle est capable de faire face aux demandes de liquidités sans compromettre sa stabilité financière. Afin d'éviter des crises de liquidité systémique et de prévenir les conséquences néfastes liées à la vente précipitée d'actifs, les autorités macroprudentielles utilisent deux principaux outils : le ratio de liquidité à court terme et le ratio structurel de liquidité à long terme. Ces outils, intégrés à la réglementation de Bâle 3, visent à renforcer la stabilité des banques. Le ratio de liquidité à court terme vise à assurer la résilience immédiate des banques en garantissant un niveau suffisant de liquidités, notamment par le maintien d'une réserve d'actifs liquides. En temps normal, ce ratio doit être d'au moins 100 %, ce qui signifie que les banques doivent avoir suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour couvrir leurs besoins de liquidité pendant 30 jours. En période de crise, les banques peuvent descendre en dessous de ce seuil, en utilisant leurs réserves d'actifs liquides. Le ratio structurel de liquidité à long terme vise quant à lui à renforcer la résilience à plus long terme en réduisant le risque de financement sur une période prolongée. Il compare le financement stable disponible (fonds propres et passifs fiables sur un an) au financement stable exigé, basé sur la liquidité et la durée des actifs et des engagements. Ce ratio doit être égal ou supérieur à 100 %, assurant ainsi que la banque dispose d'un financement stable disponible au moins égal à celui exigé.

II. Le rôle des banques centrales dans le déclenchement des crises financières

A. Erreurs des banques centrales

Les banques centrales cherchent à stabiliser l'économie. Cependant elles peuvent se tromper dans l'ordre des priorités économiques, et faire des erreurs de calculs ou de jugement. Nous allons étudier les conséquences désastreuses de politiques monétaires mal calibrées, illustrées par la crise des subprimes de 2008 aux États-Unis

1. Les taux d'intérêt

a) Importance des taux d'intérêt

Le taux d'intérêt mesure le coût d'un prêt. Lors d'un emprunt, l'emprunteur reçoit une certaine somme d'argent qu'il peut utiliser. En échange, il s'engage à retourner au prêteur $(100 + \text{taux d'intérêt})\%$. Le taux d'intérêt étant quasiment exclusivement positif, le prêteur reçoit en tout une somme supérieure à la somme prêtée. Ce taux d'intérêt est crucial en économie puisqu'il indique le prix de l'emprunt. Effectivement, pouvoir disposer d'argent immédiatement est une richesse en soi qui est quantifiée par la valeur du taux d'intérêt. S'il est haut, le prix d'un emprunt est élevé, et réciproquement. Pour être plus précis, on parle des taux d'intérêts puisque ces derniers sont dépendants de multiples facteurs comme le type de prêteur, l'emprunteur et de la durée du prêt. La manipulation des taux d'intérêts a un impact direct sur l'économie puisque on peut encourager l'emprunt (baisse des taux) ou le décourager (hausse des taux). Ces taux sont également des indicateurs des prémices des crises économiques, comme celle de 2008.

b) Taux d'intérêt trop bas

Entre 2000 et 2001, les États-Unis traversent une récession économique suite à l'explosion de la bulle internet. En effet, de 1995 à 2000 les spéculateurs sont gagnés d'euphorie vis à vis de la technologie émergente Internet. Les investisseurs ont souvent accordé des valorisations élevées aux entreprises même si elles n'avaient pas de bénéfices, voire pas de modèle économique clair. La confiance aveugle dans le potentiel futur d'Internet a conduit à des évaluations excessives. A titre d'exemple, le cours de Netscape passe de 28 à 78 dollars en 1 jour. Puis cette euphorie s'estompe et laisse place à un krach boursier qui s'étendra dans tous les secteurs. Afin de revitaliser l'économie Américaine, la Réserve Fédérale baisse les

taux Fed Funds (prêt de la banque centrale pour les banques commerciales) qui passent de 6,5% à 1,75%. Cela relance l'économie Américaine et mondiale. L'erreur de la Fed aurait été alors d'avoir maintenu des taux bas jusqu'en 2004.

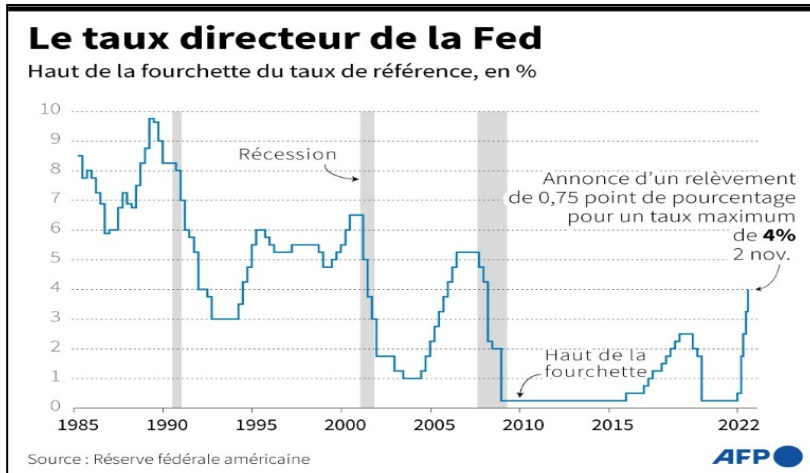
c) *Règle de Taylor*

La règle de Taylor permet de calculer un taux directeur théorique pour une banque centrale. Cette dernière prend en compte le PIB réel, le PIB tendanciel ainsi que l'inflation des quatres derniers trimestres. Même en prenant en compte les incertitudes liées à ce calcul, il apparaît clairement que la Fed est resté bien en dessous du taux directeur théorique proposé par cette méthode. Ces taux très bas ont encouragé la formation d'une immense bulle de crédit. Ainsi entre 2000 et 2008, le total des crédits accordés par l'ensemble des banques commerciales Américaine passe de 3500 à 7000 milliard de dollars. Cela entraîne une hausse du prix des actifs, en particulier pour l'immobilier Américain et Européen. Les taux étant faible et l'immobilier cher, les ménages Américains à revenus faible sont alors incités à emprunter pour acheter un logement. Ces derniers sont appelés crédits subprimes en raison des faibles revenus de ces ménages et donc d'une possible impossibilité de rembourser ces crédits. Dans le même temps, les conditions d'octroi de crédits immobiliers des banques se sont progressivement relâchées pour aboutir au développement très rapide des crédits subprimes. Jusqu'ici le but de la FED semble alors atteint: l'argent est en mouvement et l'économie est relancée.

2. Conséquences Catastrophiques

a) *Crise des subprimes*

Cependant, l'innovation financière conduit à la conception de taux d'intérêt variables. En général faibles en début de prêt mais allant en augmentant en fonction de paramètres variés. Ils sont notamment indexés sur les taux directeurs de la FED, qui a alors un impact direct sur les crédits des ménages. La FED fait alors l'erreur de vouloir à tout prix faire baisser l'inflation (pour se rapprocher de 2%) en remontant ses taux à partir de 2004. Le taux directeur passe de 1% à 6% entre 2004 et 2006, augmentant la charge financière sur les subprimes. Cela entraîne une multiplication des impayés chez les subprimes, notamment par des ménages détenteurs d'emprunts hypothécaires. A la différence des banques Européennes, les banques commerciales Américaines accordent des prêts immobiliers aux ménages à faible revenue (subprimes), en pensant pouvoir récupérer leurs prêts suite à la vente du bien immobilier. Or dans le même temps, le prix de l'immobilier chute de plus en plus vite a mesure que les impayés apparaissent, ce qui n'était absolument pas prévu par la FED. Les banques commerciales sont menacées par la faillite puisque la valeur de ces logements devient alors inférieure à la valeur des crédits qu'ils étaient censés garantir. La FED a clairement sous-estimé ce phénomène, en conservant des taux élevés jusqu'en 2007.



Graphique 1 : Le taux directeur de la FED entre 1985 et 2022

b) Hésitations et panique

Lors de la crise financière de 2008, les hésitations de la Réserve fédérale des États-Unis (FED), notamment illustrées par Janet Yellen, alors présidente de la Fed, ont suscité des débats quant à la gestion de la situation. Janet Yellen, lors d'une réunion cruciale, montrait des réticences à réduire les taux d'intérêt d'un demi-point, craignant que cela ne soit interprété comme un signe de panique. Cependant, la FED a finalement opté pour une réduction drastique de trois-quarts de point de son taux directeur, marquant ainsi sa plus importante baisse en deux décennies. Les propos ultérieurs de Janet Yellen reconnaissant que la FED était "un peu en retard" ont soulevé des questions sur la réactivité de l'institution face à l'évolution rapide de la crise. Ces hésitations et le sentiment de retard ont été cités comme des éléments contributifs à la complexité de la situation, soulignant les défis rencontrés par la FED dans la gestion de la crise financière de 2008.

B. La folie des banques centrales

1. Un rôle remis en question

a) Inefficacité

Le rôle des banques centrales dans le déclenchement des crises financières amènent certains à remettre en doute la place des banques centrales dans la société. Dans "La folie des banques centrales" de Patrick Artus et Marie-Paule Virard, les auteurs évoquent le climat économique mondial marqué par une extrême volatilité des marchés financiers, des incertitudes sur les économies émergentes, une morosité persistante dans la zone euro et des signaux mitigés aux États-Unis. Face à ces défis, les banques centrales, motivées par la crainte de la déflation et un retour de la Grande Dépression, ont adopté des

politiques monétaires stimulantes depuis la crise de 2008-2009. Ces politiques comprennent des taux d'intérêt proches de zéro et une croissance massive de la liquidité. En effet, depuis la fin des années 1990, la liquidité mondiale passe de 6% à près de 30% du PIB mondial. Cette stratégie des grandes banques centrales crée un environnement propice à de nouveaux excès, en particulier en termes d'endettement.

b) Stratégies économiques dangereuses

Les taux d'intérêt historiquement bas ont incité les acteurs économiques à investir massivement, entraînant des risques potentiels de bulles spéculatives. Ces mesures encouragent notamment la volatilité des marchés. L'indice VIX (Volatility Index) mesure la volatilité du marché Américain. En période de crise, cette volatilité est au plus haut. En Octobre 2008 elle atteint 79% et 66% en Mars 2020. Ce même indice peut également augmenter lorsque les investisseurs sont pris d'euphorie. A titre d'exemple, de la création de la bulle Internet, la volatilité atteint 44% en août 1998. C'est précisément cette volatilité qui augmente lorsque les banques centrales tentent de stimuler l'économie. Dans "La folie des banques centrales", les politiques monétaires hyper-expansionnistes, y compris les mesures de quantitative easing, sont présentées comme des drogues dures qui perturbent l'allocation de l'épargne, faussent l'évaluation des risques et ne stimulent pas la productivité.

c) Indépendance politique et inégalités

Les banques centrales sont souvent conçues pour être indépendantes du pouvoir politique afin de prendre des décisions monétaires basées sur des considérations économiques plutôt que sur des pressions politiques. Cependant, cette indépendance peut être mise en doute notamment aux Etats-Unis. En effet, durant son mandat Trump n'a cessé de faire pression sur Jerome Powell (le président de la Fed), allant jusqu'à le menacer de le rétrograder. De plus, étant donné que les banques centrales prennent des décisions qui affectent grandement la vie des citoyens, il est possible de remettre en question le fait que les électeurs n'en soient pas directement responsables. Leur indépendance peut être perçue comme une limitation de la responsabilité démocratique.

Les mesures prises par les banques centrales, telles que les politiques monétaires accommodantes, peuvent influencer les marchés financiers et potentiellement accroître les inégalités économiques. Certains estiment que ces politiques peuvent favoriser davantage les détenteurs d'actifs que les travailleurs. Plus précisément, les programmes de *Quantitative Easing* auraient contribué à augmenter les prix des actifs et favorisent ainsi les ménages aisés. Dans un même temps, la politique des taux d'intérêt très bas se traduirait inexorablement par une réduction des rémunérations sur les actifs à rendement fixe (par exemple le Livret A ou l'épargne-logement). Ces derniers sont détenus en majorité par des ménages à faible revenu.

2. Risques

a) *Prime de risque*

La prime de risque traduit l'écart entre le rendement de placements peu risqués et celui des actions que l'on achète. Lorsqu'ils ont des liquidités à placer, les investisseurs ont le choix entre investir sur des actifs sans risque, mais à faible rendement, et des actifs plus rémunérateurs, mais également plus risqués. La rentabilité de ces actifs est exprimée en pourcentage. La prime de risque vise à compenser la prise de risque des spéculateurs en les rémunérant pour le risque pris. Par convention le taux des Obligations Assimilables au Trésor (OAT) émises par l'Etat est assimilé à celui des placements peu risqués. De manière générale, les marchés boursiers ont tendance à connaître une baisse lorsque la croissance économique ralentit. Dans de telles situations, les investisseurs deviennent particulièrement sensibles à la diminution de leur patrimoine, avec une perception du risque exacerbée. Les investisseurs développent une aversion accrue pour les actions, redoutant de subir des pertes financières supplémentaires pendant les crises. Alors qu'ils ne peuvent pas se prémunir contre le risque de perdre leur emploi, ils peuvent néanmoins se protéger contre une diminution de leur patrimoine en vendant leurs actifs. Ainsi, la prime de risque exigée par les investisseurs a tendance à augmenter pendant les périodes de crise, car ces derniers deviennent plus réticents à détenir des actifs dont la valeur diminue en même temps que la croissance. Cette prime de risque fluctue inversement pendant les phases d'expansion économique, où la confiance des investisseurs est plus forte.

b) *Euphorie et panique*

Lorsque les banques centrales adoptent des politiques monétaires accommodantes, cela peut potentiellement réduire la prime de risque exigée par les investisseurs, car les rendements sur les actifs moins risqués peuvent être compressés. Cela peut conduire à des comportements d'investissement plus risqués, certains acteurs du marché prenant des risques plus importants pour obtenir des rendements plus élevés dans un environnement de taux d'intérêt bas. Ces comportements risqués augmentent significativement la volatilité des marchés, qui deviennent plus instable et qui génèrent de l'euphorie (en cas de hausse) puis de la panique (en cas de baisse) chez les investisseurs. Ces situations sont à éviter puisque les agents économiques deviennent irrationnels. A titre d'exemple, on peut citer le krach boursier d'octobre 1929 à Wall Street. Les investisseurs ont paniqué et vendu massivement leurs actions, entraînant des pertes massives et contribuant à une période prolongée de récession économique. Un autre exemple est celui de la bulle Internet précédemment évoquée.

c) *Impuissance des banques centrales*

Aujourd'hui, il peut être difficile pour les banques centrales de prévenir les bulles spéculatives et d'évaluer la valeur réelle des titres dans un contexte de surplus de liquidités. Cette situation devient d'autant plus préoccupante que l'euphorie financière coexiste avec la faiblesse persistante de la conjoncture économique mondiale. C'est là que s'illustre l'impuissance des banques centrales à influencer l'économie réelle, malgré un pouvoir apparent. Par exemple, lorsque les taux d'intérêt sont déjà très bas et que l'économie est encore faible, les banques centrales peuvent avoir du mal à stimuler davantage

l'emprunt et les dépenses. Elles peuvent se retrouver dans une situation où elles ont épuisé leurs outils traditionnels, comme la baisse des taux d'intérêt. L'exemple le plus percutant s'est une nouvelle fois produit durant la crise de 2008, où les banques centrales ont baissé leurs taux directeurs. Cependant, malgré ces baisses de taux, les banques ont été réticentes à prêter en raison des pertes massives subies pendant la crise des subprimes. Les ménages et les entreprises ont également hésité à emprunter en raison de l'incertitude économique. Les taux d'intérêt bas n'ont pas réussi à ranimer l'appétit pour le crédit, entraînant une stagnation économique prolongée dans de nombreuses régions. Les banques centrales ont été confrontées à des limites en matière de politiques monétaires conventionnelles. En effet, les taux d'intérêt étant déjà très bas, elles avaient alors peu de marge de manœuvre pour des réductions supplémentaires. De plus, on peut souligner les risques d'une guerre des monnaies internationale et la nécessité d'une coordination internationale des politiques monétaires.

d) Solutions viables

En conclusion, Patrick Artus et Marie-Paule Virard appellent à repenser le rôle des banques centrales et à définir un nouveau modèle de politique monétaire axé sur la gestion du risque macroprudentiel, la surveillance des prix des actifs et la coopération internationale. Les auteurs plaident pour une responsabilité accrue des banques centrales, un contrôle démocratique renforcé et une coordination internationale pour éviter les dérives de politiques monétaires risquées et préparer l'économie mondiale à d'éventuelles crises futures.

C. Point sur la situation actuelle

Aujourd'hui, l'Europe comme le reste du monde est face à une crise inflationniste sans précédent et le risque d'une inflation incontrôlée perdure. Elle découle de la crise sanitaire du Covid-19 et de la pandémie qui a commencé au début de l'année. Avant de regarder comment les banques centrales mettent en place des stratégies pour éviter ce risque économique, il est important de revenir sur la crise économique liée à la pandémie de coronavirus.

La crise sanitaire a obligé les pays du monde à mettre en place diverses mesures visant à limiter la propagation du virus. On peut notamment citer les différents confinements qui ont été mis en place dans le monde entier. Ces mesures ont eu une conséquence directe sur l'économie mondiale : une chute de la production mondiale sans précédent. En effet, la production mondiale ne s'est jamais contractée aussi brutalement depuis la seconde guerre mondiale. Par rapport aux précédentes crises financières, cette crise fut beaucoup plus violente : selon le FMI, la production mondiale a diminué trois fois plus et en deux fois moins de temps que la crise des subprimes en 2008.

Il est important de souligner que ce n'est pas leur seule différence majeure. Contrairement à la crise des subprimes, cette crise ne fut pas causée par le monde de la finance, mais par un domaine

extérieur. Ainsi, juste avant le début de la crise du coronavirus l'économie mondiale se portait relativement bien, à la différence de 2008 où l'on pouvait déjà apercevoir des brèches de sécurité dans l'économie américaine. De plus, comme la production mondiale a beaucoup plus chuté à cause de cette crise, l'économie mondiale a subi une forte récession (évaluée à -3,5% en 2020 d'après le rapport du FMI de 2021) qui ne fut pas présente lors de la crise de 2008.

Une dernière différence majeure est la stratégie à adopter pour résoudre cette crise. Comme nous l'avons vu au plus tôt dans ce mémoire, la stratégie adoptée pour résoudre la crise financière de 2008 fut, en partie, une augmentation des taux directeurs des banques centrales pour diminuer la demande des consommateurs. Alors que durant la crise sanitaire, la stratégie était celle opposée : Pour lutter face au risque de déflation, les taux directeurs des banques centrales ont chuté. Par exemple, la BCE a mis en place la politique non conventionnelle d'un taux directeur négatif pour inciter à la consommation. La stratégie des banques centrales durant cette période était claire : augmenter la consommation pour lutter contre le risque de déflation et la fermeture des entreprises.

Après un peu moins d'une année sous restrictions sanitaires, avec une consommation plus que réduite, la chute du nombre de cas de contagion mondial et la fin des restrictions dans la plupart des pays a fait bondir la consommation mondiale.

En effet, après les diverses restrictions sanitaires, il y a eu une reprise brutale de la consommation et en particulier de la consommation de l'énergie. D'un autre côté, la production a certes repris mais beaucoup plus lentement. De plus, avec des taux directeurs très bas, voire négatifs pour certaines banques centrales, conjuguées à des politiques publiques positives, la consommation fut encore plus encouragée.

On peut se demander pourquoi la BCE et la FED n'ont pas directement augmenté leurs taux directeurs afin de réduire cette contraction sur l'offre. Il faut ici rappeler que l'objectif des taux directeurs est, d'un côté contrôler l'inflation, et d'un autre favoriser la croissance économique. C'est ce second point qui joue son importance dans ce choix de maintenir des taux directeurs très faibles : Une augmentation, même faible, des taux directeurs aurait coupé les jambes d'une croissance en train de repartir.

C'est à ce moment que la crise inflationniste est née. Par exemple en France, on est passé d'une inflation dramatiquement basse (autour de 0.4%) à une inflation autour de 4% fin 2021, un niveau jamais atteint depuis 13 ans. A ce moment, l'inflation est entièrement expliquée par une forte contraction sur l'offre d'une production qui reprend plus lentement que la demande des consommateurs, une majeure partie des économistes tablent sur un "pic de l'inflation" autour de début 2022 et un retour à la normale début 2023.

Mais ces prévisions n'ont pas pu prévoir l'arrivée d'un nouveau facteur : la guerre entreprise par la Russie contre l'Ukraine le 24 février 2022. En effet, au-delà des conséquences politiques et diplomatiques, cette déclaration de guerre a eu des grandes conséquences sur l'économie européenne et

mondiale. L'Ukraine qui était un producteur important de matières premières alimentaires comme notamment le blé, ainsi que de gaz, a fortement diminué ces exportations en Europe. Ce qui a diminué l'offre sur l'alimentation et l'énergie, renforçant donc la contraction qui était déjà présente. Notons par ailleurs l'effet des sanctions européennes à l'encontre de la Russie pour dénoncer cette déclaration de guerre qui ont accentuées cette diminution de l'offre. En effet, pour répondre à ces sanctions, la Russie a diminué drastiquement ses exportations de gaz vers les pays d'Europe.

Cette seconde crise, qui s'ajoute à celle déjà présente, vient bousculer les prévisions mondiales sur un retour à la normale de l'inflation courant 2022. L'inflation, qui était déjà à un niveau record fin 2021, connaît une nouvelle augmentation. En octobre 2022, l'inflation européenne est évaluée à 10,7%, très loin des 2% recommandés par la BCE. En France, cette inflation est moins forte (évaluée à 6,6% en octobre 2022) pour plusieurs raisons : La mise en place d'un bouclier énergétique par le gouvernement ainsi qu'une plus grande part de nucléaire dans la production de l'énergie française a permis d'être moins touché par la guerre Ukraino-Russe que les autres pays européen. De l'autre côté de l'Atlantique, la situation est similaire avec une inflation évaluée à 8,2% en octobre 2022.

Suite à cette nouvelle hausse de l'inflation, les différences banques centrales du monde ont réagi rapidement pour essayer de limiter l'augmentation de l'inflation. Ainsi, entre mars 2022 et aujourd'hui, la FED a relevé ses taux directeurs 11 fois passant ainsi à des taux directeurs entre 5,25% et 5,5%. Un taux jamais égalé en 23 ans. La même observation se fait du côté de la BCE et de la banque centrale anglaise. En plus de ces augmentations, la FED comme la BCE ont arrêté certaines de leur politique non conventionnelle, comme par exemple le quantitative easing que nous expliquerons en détails par la suite. Ces décisions prennent en compte le fait que l'économie mondiale est encore fragile à cause de la crise sanitaire et de la guerre en Europe de l'est.

Ainsi avec ces mesures, la BCE estime que, sans nouvelle crise s'ajoutant, l'inflation européenne atteindrait son pic début 2023 pour descendre à un niveau proche de l'objectif européen (2,3%) en 2024. Beaucoup d'économistes relèvent que les réponses apportées à cette crise furent bien plus rapides et plus fortes que celles apportées lors des précédentes crises.

Néanmoins, certains économistes pensent que l'objectif des 2% d'inflation risque d'être difficilement atteint et que nous entrons dans une période de forte inflation du à de nouvelles exigences mises en évidence lors de ces récentes crises.

En effet, il est important de comprendre la différence majeure entre les deux crises actuelles qui ont pour conséquences cette forte inflation. La contraction sur l'offre due à une reprise plus forte de la demande que la production lors de la fin de la crise sanitaire est à caractère conjoncturel : naturellement, la demande et l'offre vont se stabiliser. Or, la crise de la guerre en Ukraine a un caractère structurel : même si cette guerre se finit, les relations internationales ne vont pas revenir comme avant cette crise facilement. Avant la crise sanitaire, la Russie devenait peu à peu un partenaire commercial commun, son

image diplomatique était devenue beaucoup plus propre et la Russie devenait un partenaire majeur de beaucoup de pays européens. Par exemple, la Russie était devenue le premier exportateur de gaz en Europe. Mais avec cette guerre, l'offre commerciale de la Russie disparaît à long terme, une déclaration de pays entre les deux belligérants ne résoudrait en aucun cas la situation économique entre l'Europe et la Russie. En ajoutant à cela le conflit armé entre Israël et la Bande de Gaza, le monde est entré dans une période de tension diplomatique forte, diminuant ainsi l'offre mondiale à long terme.

De plus, cela fait ressurgir un besoin de souveraineté de la part des pays qui importent beaucoup. Or, avec notre économie mondialisée, il semble aujourd'hui impossible d'être entièrement souverain pour un pays, en revanche il est raisonnable de viser la souveraineté pour certains secteurs importants afin d'éviter toute nouvelle crise comme celle de l'énergie subie en 2022. Par exemple, la France a mis en place un plan pour une meilleure souveraineté énergétique avec la construction de 8 nouveaux EPR ainsi que le développement de plus de 45 GW d'énergie éolienne maritime d'ici 2050.

En plus de ce besoin, la crise sanitaire a mis en évidence les conditions de travail horribles dans certains pays du sud du monde comme par exemple les conditions de travail des Ouïghours en Chine. Aujourd'hui, les sondeurs remarquent que la question des conditions de travail des ouvriers est devenue bien plus importante qu'avant la crise sanitaire. Ainsi, on se dirige vers un passage d'une mondialisation sans frontière et sans règle vers une mondialisation "entre amis" avec un socle de valeurs économiques, politiques et sociales commun. Certains économistes prévoient ainsi une augmentation des coûts de production, en particulier de la main-d'œuvre, qui se répercuteront sur le prix des biens et services.

Pour finir, les enjeux climatiques apparaissent de plus en plus comme essentiels au près de tout le monde. La planification écologique pour passer à une production d'énergie entièrement décarbonée, dans laquelle s'inscrit également le projet des EPR français, prend petit à petit le dessus des autres impératifs économiques. Cette transition coûteuse mais nécessaire va également jouer un rôle très important dans l'augmentation de l'inflation et des prix de l'énergie et des matières premières. Néanmoins, une hypothèse soutenue par beaucoup d'économistes énoncent une diminution de l'inflation par une diminution de la demande suite à une plus grande sobriété énergétique de la part des consommateurs et des entreprises.

En conclusion, le rôle des banques centrales va être de concilier ces nouveaux besoins de la société mondiale et l'objectif historique d'une inflation autour des 2% préconisés par la BCE. En conséquence, le niveau de l'inflation, bien qu'il va baisser au cours des prochains trimestres, ne risque pas de reconnaître des taux comme ceux avant la crise sanitaire pendant un certain temps.

III. Réponses apportés par les banques centrales aux crises financière

Comme précédemment exposé, les banques centrales ont un rôle fondamental pour la stabilité économique en ce qu'elles peuvent par leurs actions, ou inactions, pousser au développement de crises financières. Nous verrons qu'elles ont un rôle tout aussi important, si ce n'est plus, dans la résolution de telles crises. Ce faisant, nous serons amenés à nous demander dans quelle mesure, les solutions à court terme apportées aux crises financières peuvent influencer sur les futures crises financières.

Nous verrons en premier lieu, comment les banques utilisent les taux directeurs de manière à contrer les crises économiques et financières. Nous discuterons de l'efficacité de cette utilisation et montrerons que celle-ci possède des limites qui ont poussé les banques centrales à utiliser d'autres méthodes. Ce qui nous amènera à présenter le *quantitative easing* et de discuter de son efficacité. Enfin, nous présenterons la *forward guidance* et son effet positif sur l'efficacité des deux politiques monétaires citées ci-dessus.

A. *La gestion des crises par les taux directeurs*

1. *Théorie de la gestion par les taux directeurs*

Les banques centrales contrôlent différents taux directeurs et ceux-ci influencent la possibilité de faire des emprunts et les intérêts que touchent les gens en laissant leurs argents à la banque. Il s'agit là de différents canaux de diffusion de la politique monétaire, c'est-à-dire de différente manière dont les décisions des banques centrales vont influencer l'économie réelle. Nous prendrons ici, l'exemple de la banque centrale américaine, la Fed, pour étayer notre propos.

Un premier canal de diffusion est le canal du taux d'intérêt ; en modifiant les taux directeurs, les banques centrales vont inciter ou au contraire décourager les ménages et les entreprises à investir. Les taux directeurs que les banques centrales vont appliquer aux banques commerciales vont influencer la capacité que celles-ci ont de prêter et donc se répercuter sur les ménages et les entreprises. Lorsque les taux d'intérêt réels augmentent, emprunter de l'argent coûte plus cher et les dépôts sont mieux rémunérés ; inversement lorsqu'ils diminuent, les dépôts sont moins bien rémunérés et l'investissement encouragé du fait que les emprunts coûtent moins cher. Ce phénomène court terme est contrebalancé par une

conséquence sur le long terme : en encourageant les emprunts, des taux d'intérêts bas vont augmenter la masse monétaire et donc diminuer la valeur de la monnaie et donc à très long terme créer de l'inflation.

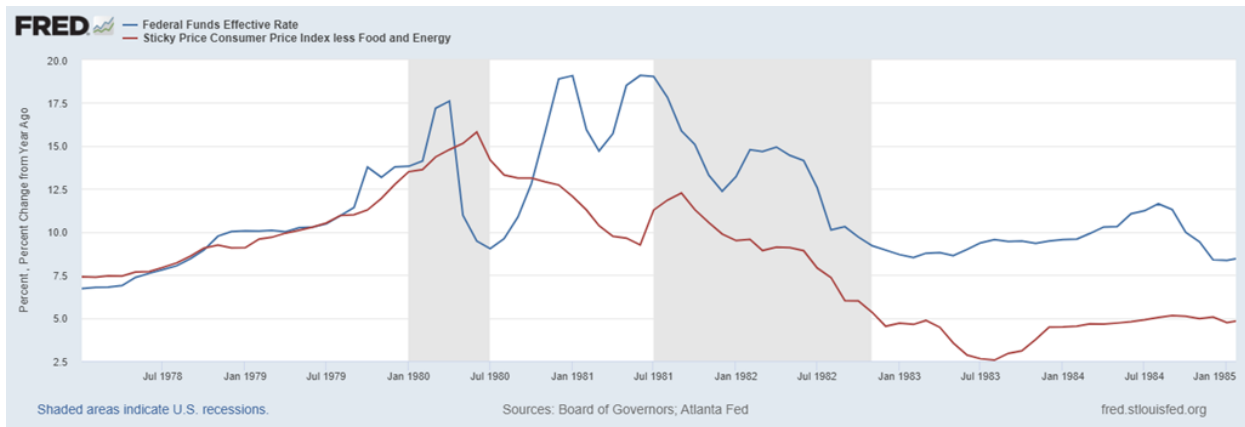
Pour déterminer le taux d'intérêt cible, les banques centrales peuvent se référer aux taux d'intérêt réel neutre, ou naturel, qui fut théorisé par Knut WICKSELL. Ce taux est le taux d'intérêt qui permet de maintenir la production à son plein potentiel, de garantir le plein emploi et de stabiliser l'inflation. Aussi, on peut le comprendre comme étant la rentabilité de l'investissement : si les taux d'intérêts réel fixés par la banque centrale sont plus élevés que celui-ci, les dépôts sont mieux rémunérés que l'investissement, la consommation diminue et donc l'inflation baisse, et inversement si les taux d'intérêts de la banque centrale sont plus faibles que le taux d'intérêt réel neutre. Ce taux naturel n'est cependant pas directement observable et doit être déduit d'indicateur économique.

Un second canal de diffusion des politiques monétaire vers l'économie réel est le canal du crédit ; en diminuant la possibilité qu'ont les banques commerciales ont à se refinancer, une augmentation des taux d'intérêts va entraîner un resserrement du crédit.

2. Récessions des années 80

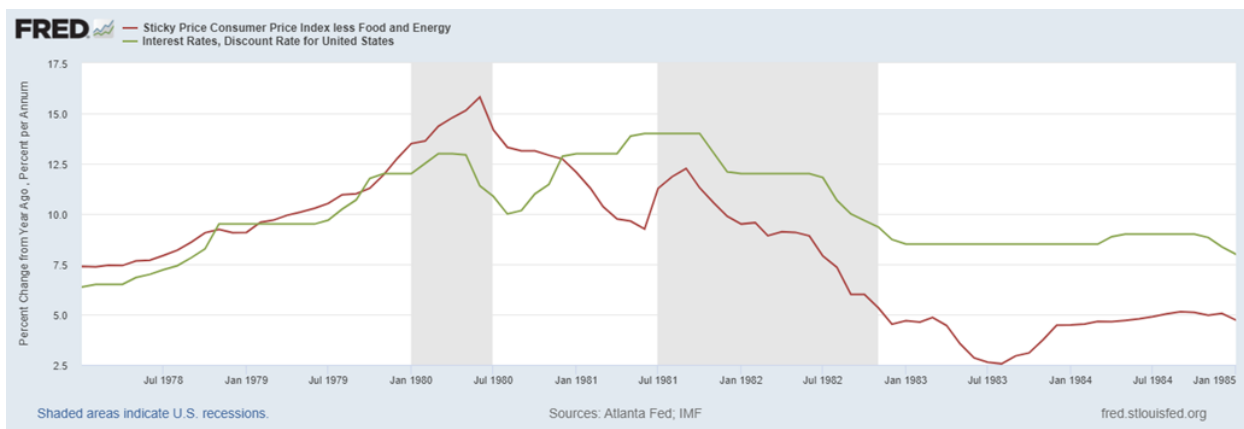
Le début des années 80 a été marqué par deux périodes de récessions fortes entre 1980 et 1983. La principale cause de ces récessions réside dans une politique monétaire restrictive adoptée par la réserve fédérale américaine dans le but de combattre une forte inflation. En effet, entre le milieu des années 60 et 1980, l'inflation connut une croissance, passant de 1% annuel en 1964 à plus de 14% annuel en 1980. Cette inflation prononcée fut le fruit des deux crises pétrolières de 73 et 79 et des dépenses excessives du gouvernement américain.

Pour faire face à cette inflation importante, la FED a cherché à augmenter ses taux d'intérêt dont le *Federal Funds Effective Rate*, qui représente le taux d'intérêt pour les prêts interbancaires d'une durée d'un jour. Bien que la FED ne fixe pas ce taux directement, elle établit un taux cible qu'elle cherche à atteindre en ajustant l'offre de monnaie. Ce taux a connu une hausse significative, passant de 6,7% en janvier 1978 à 17,61% en avril 1980, contribuant ainsi à faire baisser l'inflation de 16% à 13%. Après cela, prévoyant une baisse de l'inflation, la FED œuvra pour abaisser le *federal funds effective rate* à moins de 13% entre juin et octobre 1980. Cependant, cette baisse de l'inflation s'est stabilisée à 13%, incitant la FED à augmenter à nouveau ses taux, atteignant un pic à 19% en 1981.



Graphique 2 : le *federal funds effective rate* en pourcentage et la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation en pourcentage entre 1978 et 1985

Le deuxième taux que la FED a relevé est le *discount rate*, ou taux d'escompte, qui représente le taux appliqué par la banque centrale américaine aux prêts accordés aux institutions financières. Ce taux suivit la même évolution que le *federal funds effective rate*, augmentant de 6.37% en janvier 1979 pour atteindre un premier maximum de 13% en mars 1980, puis un second de 14% en 1981.



Graphique 3 : le *discount rate* en pourcentage et la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation en pourcentage entre 1978 et 1985

En augmentant ces deux taux, la banque centrale américaine a réduit la possibilité pour les banques commerciales de se refinancer. Cela a entraîné une baisse du nombre de prêts octroyés par ces banques et une hausse des taux associés. Ceci a contribué à réduire la consommation et l'investissement, et par conséquent, à contenir l'inflation. Ainsi, la FED a réussi à ramener et à maintenir l'inflation à un taux de 5%.

B. La gestion des crises par le quantitative easing

La manipulation des taux directeurs est la principale politique monétaire des banques centrales. Cependant depuis la fin du vingtième siècle, les banques centrales ont recours à une politique non

conventionnel que l'on appelle *quantitative easing*, ou assouplissement quantitatif. Ces politiques expansionnistes ont pour but de relancer l'économie en augmentant l'offre monétaire intérieure et en stimulant l'activité économique. L'assouplissement quantitatif est né d'un besoin, pour les banques centrales, de pouvoir relancer l'économie lorsqu'elles ont épuisé leurs outils traditionnels tels que les taux directeurs.

1. Fonctionnement précis des politiques de quantitative easing

La manipulation des taux directeurs est la principale politique monétaire des banques centrales. Cependant depuis la fin du vingtième siècle, les banques centrales ont recours à une politique non conventionnelle que l'on appelle *quantitative easing*, ou assouplissement quantitatif. Ces politiques expansionnistes ont pour but de relancer l'économie en augmentant l'offre monétaire intérieure et en stimulant l'activité économique. L'assouplissement quantitatif est né d'un besoin, pour les banques centrales, de pouvoir relancer l'économie lorsqu'elles ont épuisé leurs outils traditionnels tels que les taux directeurs.

Le *quantitative easing* est une opération d'open market consistant en l'achat de manière massive d'actifs financiers par les banques centrales, généralement des obligations d'État. Comme nous l'avons vu dans la première partie, le but principal de ces opérations d'open market est d'injecter de la monnaie dans l'économie ce qui pousse les banques commerciales à prêter leurs argents plus facilement.

Cette politique a cependant d'autre façon de se transmettre à l'économie réelle. En effet, l'achat massif de titres va augmenter la demande de ces titres donc, mécaniquement, diminuer leurs rendements donc les taux d'intérêts long termes de ces titres. En réduisant le rendement des obligations d'état dans lesquelles elle investit, la banque centrale rend les autres actifs financiers, tels que les actions, plus attractifs en comparaison et permet de stimuler l'investissement.

2. Programme européen de quantitative easing

En 2015, la zone euro faisait face à des risques déflationnistes, caractérisés par des niveaux d'inflation inférieurs à 1,5 % depuis 2013. L'Europe était encore en phase de récupération post-crise de la dette souveraine qui avait débuté en 2009. Certains États membres avaient été contraints de mettre en œuvre des mesures d'austérité sévères pour résoudre leurs problèmes financiers, exerçant ainsi un impact négatif sur la croissance économique. Les taux de croissance économique demeuraient modestes, et plusieurs pays de la zone euro faisaient face à des taux de chômage élevés. De plus, les taux directeurs étaient en dessous des 1 % depuis la crise de 2008, incitant la BCE à mettre en œuvre un programme de *quantitative easing* afin de contrer ces risques déflationnistes.

Entre 2015 et 2018 l'inflation annuelle de l'union européenne est passée de -0,06 % à 1,74 %, la BCE a donc réussi à retrouver une inflation autour des deux pourcents annuels. Le programme

d'assouplissement quantitatif à sûrement jouer un rôle important dans cette réussite. Tout d'abord, ce programme est responsable d'une diminution des rendements des obligations souveraines à 10 ans de 95 points de bases (Eser, Lemke, Nyholm, Radde, Vladu 2019), cette diminution est une diminution qui dure dans le temps. Une telle baisse des rendements permet aux entreprises de se financer plus facilement et augmente donc l'investissement (la formation brute de capital) qui est passé d'environ 20 % en 2015 à environ 23 % en 2019. Par ailleurs, la différence de politique monétaire entre les États-Unis et l'Union Européenne a affaibli le taux de change dollars-euro ce qui contribue à rendre les biens européens plus abordables à l'étranger et donc augmente les exportations (DeMertzis, Wolff 2016).

Le programme d'assouplissement quantitatif a donc, en partie permis de remonter l'inflation au taux cible de 2 % en 2015. Il faut cependant garder à l'esprit que l'*Asset Purchase Programme* fut utilisé en même temps qu'une politique forte de *forward guidance* et de taux directeurs déjà très bas.

C. Gestion par la forward guidance

La transparence actuelle des communiqués des banques centrales est une chose assez récente dans l'histoire des banques centrales. En effet, ce qu'on appelle aujourd'hui la "forward guidance" qui peut se traduire en français par guidage prospectif, est apparu il y a moins de deux décennies dans ce domaine.

Avant, la communication des banques centrales était floue, pour ne pas donner d'indice sur la politique monétaire future envisagée. Par exemple, l'ancien président de la FED dit à la fin des années 1980 que toute personne qui trouvait son communiqué clair a probablement mal compris ses propos. La politique du secret était présente dans toutes les banques centrales, ainsi toute déclaration, orale ou écrite, d'un représentant d'une banque centrale devait être rigoureusement travaillée pour rester sur un étroit équilibre des mots.

Les banques centrales ont toujours été réticentes à l'idée de communiqués plus transparents mais la situation financière les a contraint à changer de stratégie. En effet, la crise financière des subprimes a déstabiliser les marchés financiers et la crise inflationniste qui a suivi ont montré les faiblesses des politiques monétaires conventionnelles des banques centrales. Les instruments traditionnels n'avaient plus de marge de manœuvre pour répondre aux priorités des banques centrales. En effet, en 2009, les taux directeurs de la BCE et de la FED étaient déjà très bas, voire négatifs, il était donc très difficile de les baisser plus. Les banques centrales ont donc utilisé de nouvelles politiques monétaires dites non-conventionnelles comme le quantitative easing vu dans la partie précédente mais également la forward guidance. Ce dernier répond à un manque de visibilité des marchés financiers : dans un environnement de plus en plus incertain, les différents agents économiques avaient de plus en plus de mal à anticiper les politiques monétaires des banques centrales et donc étaient moins enclins à suivre sur le long terme les directives de ces dernières. C'est pour répondre à ce besoin que la forward guidance fut développée.

La forward guidance est donc le fait de fournir des indications sur la politique monétaire envisagée à moyen et long terme. Elle permet aux différents agents économiques d'avoir une certaine garantie sur la valeur des futurs taux directeurs des prochains trimestres. Alors qu'une baisse des taux directeurs va stimuler la croissance économique sur des prêts à court terme, un communiqué annonçant que ces taux vont restés à un niveau similaire pour la suite de l'année va encourager les banques à diminuer les taux d'intérêts sur les prêts à long terme parce que la banque centrale assure la stabilité des taux directeurs. Ainsi l'utilisation de la forward guidance permet d'accroître l'investissement en encourageant la baisse des taux à long terme.

Il est important de souligner la nécessité pour la banque centrale d'être crédible. En effet, si les prévisions de la banque centrale sont étonnantes ou mal comprises par les agents économiques ou encore si la banque centrale trahit ses propres propos, alors la crédibilité de la banque centrale se retrouve fortement abîmée. Or cette crédibilité est essentielle car le principe de la forward guidance repose une relation de confiance entre les agents économiques et la banque centrale. Si la banque centrale ne paraît pas crédible aux yeux des différents agents, alors l'effet attendu ne sera pas présent : les banques ne baisseront pas les taux de leurs prêts à long terme car il n'ont pas confiance en la banque centrale pour maintenir des taux directeurs bas. Ainsi le contenu des communiqués et prévisions des banques centrales doit concorder avec l'évaluation du Conseil des gouverneurs de la situation économique actuelle.

Notons pour finir l'importance du choix des mots dans leurs communiqués : il ne faut pas que le communiqué laisse transparaître un pessimisme de la banque centrale pour la situation économique à venir, au risque de provoquer un sentiment de panique.

Les premières utilisations de la forward guidance remontent en Décembre 2008 pour le FED qui annonça dans un communiqué que le taux des fonds fédéraux "reste bas pour une période prolongée". De son côté, la BCE utilise pour la première fois la forward guidance en Juillet 2013 en écrivant : "Nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt directeurs de la BCE restent aux niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs pendant une période prolongée". On remarque une évolution dans l'utilisation de la forward guidance, alors que cette méthode fut initiée en période de grande crise financière, elle a depuis été totalement intégrée à l'ensemble des outils des banques centrales pour répondre à leurs objectifs. Ainsi, en 2018, la BCE a étendu son utilisation de la forward guidance à l'achat des titres financiers (quantitative easing) en annonçant le prolongement de leurs achats.

Depuis le début de son utilisation, plusieurs études ont essayé de mesurer l'efficacité de cet instrument de la politique monétaire des banques centrales.

Du côté des variables financières, c'est-à-dire les taux directeurs des différents marchés, plusieurs études énoncent que suite à l'utilisation de la forward guidance, le prix des titres financiers ont sensiblement baissé. Pour ce qui est de l'effet de la forward guidance sur les variables macroéconomiques, c'est-à-dire l'inflation ou encore la croissance économique, les études sont bien plus contrastées. D'un côté, la plupart des études théoriques, comme celle de Eggertsson et Woodford, affirment que l'utilisation de la forward guidance permet de stimuler l'économie avec un alignement des taux d'emprunt des prêts à long termes sur ceux à court terme. De l'autre côté, les études empiriques (on peut notamment citer celle faite par Nakamura et Steinsson en 2018) mettent en lumière la façon dont l'usage de la forward guidance peut provoquer une contraction de l'économie lorsque les acteurs économiques perçoivent un message pessimiste de la part de la banque centrale. Cette étude met en évidence l'importance pour les banques centrales de faire attention à chacun de leurs mots car chaque adjectif qualifiant la situation économique prévue peut démoraliser les acteurs économiques et ainsi freiner la croissance.

La forward guidance, qui s'est progressivement instaurée comme un outil nécessaire dans la lutte contre le risque de déflation, semble aujourd'hui ne plus être en accord avec la situation économique actuelle. En effet, en octobre 2022, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, affirme que la BCE ne doit plus recourir à l'usage de la forward guidance qui, celui ses propos, contraint la banque centrale à suivre ses engagements sur la long terme alors que nous sommes entrés dans une période d'instabilité géopolitique et économique. De plus, l'objectif de la BCE actuellement n'est plus de stimuler l'inflation comme cela était le cas durant les années 2010 mais au contraire, de la limiter. Le gouverneur ne souhaite pas pour autant revenir à la méthode du "secret" que les banques centrales ont utilisée lors des années 1990, l'idée qu'il énonce est de trouver un compromis entre le besoin de transparence avec l'ensemble des acteurs financiers et la nécessité pour la BCE d'avoir une marge de manoeuvre dans cette situation économique incertaine.

Pour autant, la BCE n'a pas arrêté ni même diminué son utilisation de la forward guidance en 2023. Elle a continué à annoncer en avance vers quels niveaux les taux directeurs allaient se positionner pour les trimestres à venir. Encore en cette fin d'année, la BCE a annoncé une possible hausse des taux directeurs même si le scénario favori est une stagnation des taux directeurs à leur niveau record actuel : 4%.

De son côté, Ignazio Visco, l'ancien gouverneur de la Banque d'Italie qui a pris sa retraite en novembre dernier, a récemment critiqué l'utilisation de la forward guidance par ses confrères de la BCE et a appelé à plus d'opacité dans les prochains communiqués.

Pour conclure, la forward guidance est un outil assez récent dans l'histoire des banques centrales qui, au fil des années, est devenu une aide indispensable pour stimuler l'économie et l'inflation. Or, avec la situation économique actuelle, plus inflationniste et incertaine que la précédente décennie, son utilisation semble être de plus en plus contestée au sein même des gouverneurs des banques centrales. Sans pour autant revenir à un modèle opaque où aucune prévision concrète ne sortirait des annonces des banques centrales (comme ce fut le cas pendant de nombreuses années), un des enjeux modernes pour les banques centrales va être de trouver un équilibre entre opacité et transparence pour leurs futurs communiqués.

Conclusion

Parcourant l'évolution historique, les outils, et les responsabilités des banques centrales, ce mémoire a scruté attentivement le rôle de ces institutions dans l'économie. À travers une analyse approfondie des outils traditionnels et des évolutions modernes, nous avons mis en lumière leur impact sur la stabilité des marchés. Cependant, la question centrale demeure : comment expliquer le paradoxe apparent où les banques centrales, chargées de maintenir la stabilité financière, peuvent à la fois participer à la résolution des crises et être associées au déclenchement de nouvelles crises ? Les réponses à cette problématique se dessinent à travers les différentes sections de ce mémoire. En examinant les erreurs historiques et la gestion actuelle des crises par les banques centrales, nous avons identifié des mécanismes déclencheurs. La gestion des crises par les taux directeurs, le quantitative easing, et la forward guidance révèlent l'ampleur de l'influence des banques centrales sur l'économie. La manipulation de ces puissants leviers a souvent été une réussite. Cependant les réponses apportées par les banques centrales peuvent, dans certains cas, engendrer des conséquences imprévues, pouvant potentiellement contribuer à l'amorce de nouvelles crises. Au-delà de ces mécanismes, il est essentiel de reconnaître que la stabilité financière demeure un défi perpétuel. Cela soulève des questions cruciales quant à la nécessité d'une approche plus nuancée et globale dans la gestion de la stabilité financière. Afin d'aller plus loin, il serait pertinent d'explorer des modèles alternatifs de gestion des crises, d'évaluer l'efficacité à long terme des outils actuels, et d'intégrer une perspective mondiale pour anticiper les répercussions transfrontalières. En conclusion, la complexité du rôle des banques centrales appelle à une réflexion continue et à des ajustements stratégiques, afin de minimiser les risques associés à la résolution des crises et d'atteindre une stabilité financière durable.

Bibliographie

- FLOUZAT OSMONT D'AMILLY. (1999). [Le concept de banque centrale](#). *Revue d'économie financière*, n°55, 1999. *L'Europe financière. Les finances du sport. Innovations bancaires* (pp. 7-36).
- AMF, 2020, [Comprendre les marchés financiers](#) ECB.(2021). [The ECB's price stability framework: past experience, and current and future challenges](#). *Occasional paper series* n°269.
- Andrade, P, J Galí, H Le Bihan and J Matheron (2021), [‘DP16042 Should the ECB Adjust its Strategy in the Face of a Lower r*?’](#), *CEPR Discussion Paper No. 16042*. CEPR Press, Paris & London.
- Martina Cecioni, Hervé Le Bihan, Adrian Penalver, Günter Coenen, Rafael Gerke, Roberto Motto (2021). [La BCE adopte une cible d'inflation claire et symétrique de 2 %](#).
- Knot K. (2014), La gouvernance de la politique macroprudentielle, *Revue de stabilité financière*, 18, avril, p. 25-33 ([numéro sur les politiquesLa BCE adopte une cible d'inflation claire et symétrique de 2 % | Banque de France macroprudentielles](#)).
- ESRB (2013), [Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 april 2013](#), Official Journal of the European Union.
- Garcia Revelo J. D., Leroy A. et Lucotte Y. (2018), [Les politiques macroprudentielles : enjeux et défis](#), *Revue française d'économie*, vol. 33, 4, p. 127-174.
- Raphaël Cardot-Martin et Fabien Labondance (2021). [La mise en œuvre des politiques macroprudentielles dans l'Union européenne](#).
- Françoise DRUMETZ, Adrien VERDELHAN. [Règle de taylor: présentation, application, limites](#). Bulletin de la banque de France, 1997, n° 45
- DANIEL Laurent, [« Les taux d'intérêt : origines et vecteurs de la crise »](#), *Marché et organisations*, 2013/3 (N° 19), p. 165-188.
- Joanne ARCHIBALD, Leni HUNTER, [What is the neutral real interest rate, and how can we use it?](#). RESERVE BANK OF NEW ZEALAND: Bulletin Vol. 64 No. 3
- [Federal Reserve Economic Data](#). Données économiques de la Réserve fédérale, géré par la Fed. Res. de St. Louis
- Michael BRYAN, [The Great Inflation](#). Federal Reserve History, 2013.
- Sam BOOCKER, Michael NG, David WESSEL, [COMMENTARY: What is the neutral rate of interest?](#) Brooking , 2023
- [Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve](#). ECB Working paper, juillet 2018, n°2293
- Guntram B. WOLFF, Maria DEMERTZIS, [The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme](#). Bruegel Policy contribution Issue 2016/10
- LA TRIBUNE, 2023, [Mise en garde de la BCE contre un risque de crise financière](#)
- Romain David, PUBLIC SÉNAT, 2023, [hausse historique des taux directeurs](#)
- J.M Figuet, 2022, [Sommes-nous entrés dans une ère d'inflation élevée ?](#)
- LA TRIBUNE, 2023, [Vers une nouvelle hausse des taux de la FED](#)
- LA BANQUE MONDIALE, 2023, [Evolution de l'inflation trimestrielle en France](#)
- [Rapport annuel de la BCE](#), 2020
- Benoît Coeuré, 2021, CAIRN, [Les banques centrales pendant et après la crise du Covid](#)

- Christophe Blot, 2021, [Politiques monétaires de la BCE et crise du Covid](#)
- BCE, 2017, [Qu'est-ce que la forward guidance](#)
- LES ECHOS, Novembre 2023, [Une possible hausses des taux directeurs de la BCE](#)
- Maëlle Vaille, 2021, BSI ECONOMICS, [Stratégie autour de la forward guidance](#)
- BANQUE DE FRANCE, 2022, [Discours de François Villeroy de Galhau](#)
- BANQUE DE FRANCE, 2019, [La communication des banques centrales : Du secret à la transparence](#)
- Pierre JAILLET. [L'indépendance des banques centrales: un concept caduc?](#) Institut Jacques Delors, 2019, Policy Paper n°246,
- Christian PFISTER. [Banque centrale européenne et démocratie.](#) Observatoire français des conjonctures économiques Le BLOG, 2022.

Annexes

Compte-rendu de la réunion 1:

Date de réunion :28/09/2023

Personnes présente :Adrien TENNE, Evan DJIEMON YOUMBI, Adrien BARREAU, Teiki HEINIS, Raphaël ZAMBELI--PALACIO

Progrès effectués : Après avoir lu les documents de la bibliographie indicative, nous avons posé des questions sur le fonctionnement des banques centrales. Nous avons ensuite réfléchi à différentes manières dont nous pourrions traiter du sujet. Pour la réunion suivante, nous avons convenue de se fixer une problématique claire ainsi que de travailler sur le plan qui permettrait de répondre à la problématique retenue

Compte-rendu de la réunion 2:

Date de réunion : 07/11/2023

Personnes présente :Adrien TENNE, Evan DJIEMON YOUMBI, Adrien BARREAU, Teiki HEINIS, Raphaël ZAMBELI--PALACIO

Progrès effectués : Entre la première réunion et cette réunion nous avons déjà choisi la problématique et l'avons fait valider par M. TENNE par mail. Durant cette deuxième réunion, nous lui avons présenté notre plan pour la rédaction : nos chapitres et sous-parties ainsi que ce que nous comptons y écrire. A savoir que la première partie était déjà rédigée à ce moment-là donc M.TENNE l'a relu. Après avoir fait cela, M.TENNE nous a fourni de nouveaux articles et sites webs à titre indicatifs, devant servir de piste à nos propres recherches sur le sujet. Pour la prochaine réunion, nous devons continuer la rédaction.

Compte-rendu de la réunion 3:

Date de réunion : 23/11/2023

Personnes présente :Adrien TENNE, Evan DJIEMON YOUMBI, Teiki HEINIS

Progrès effectués : Lors de cette réunion, Raphaël n'était pas présent car malade et Adrien n'était pas présent à cause de son engagement dans l'équipe de rugby de l'ENSAE. Nous avons présenté à M.TENNE l'avancement du mémoire qui était rédigé à moitié. En particulier, nous avons discuté de l'introduction. Nous avons posé des questions pour mieux comprendre certains concepts sur les parties qu'il nous restait à rédiger. Pour la prochaine réunion, nous devons continuer la rédaction.m

Compte-rendu de la réunion 4:

Date de réunion : 13/12/23

Personnes présente :Adrien TENNE, Evan DJIEMON YOUMBI, Adrien BARREAU, Teiki HEINIS, Raphaël ZAMBELI--PALACIO

Progrès effectués : Lors de cette réunion, il ne manquait plus que quelques sous parties à rédiger, aussi la réunion fut assez courte. Nous avons posé quelques questions sur la situation actuelle des banques centrales vis à vis de son action de forward guidance.