

Bastien **DRUT**

Préface de **Pascal BLANQUÉ**

L

M

D

Banques centrales

Les nouveaux outils de politique monétaire



- Définition des concepts clés
- Nombreuses illustrations
- Éclairage sur l'histoire récente

+ EN LIGNE



- QCM interactifs
- PPT réservés aux enseignants

Bastien **DRUT**

Préface de **Pascal Blanqué**

Banques centrales

**Les nouveaux outils
de politique monétaire**

Ressources numériques

➤ QCM interactifs avec corrigés en fin de chapitre

Repérez les ressources numériques dans votre livre



lienmini.fr/ressourcesnum-dbs

Accédez directement à votre ressource :

Flashez le code avec votre
téléphone ou votre tablette



OU

Tapez l'URL
dans votre navigateur



Pour toute information sur notre fonds et les nouveautés dans votre domaine de spécialisation, consultez notre site web : www.deboecksuperieur.com

© De Boeck Supérieur s.a., 2022
Rue du Bosquet, 7 – B1348 Louvain-la-Neuve

Tous droits réservés pour tous pays.

Il est interdit, sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, de reproduire (notamment par photocopie) partiellement ou totalement le présent ouvrage, de le stocker dans une banque de données ou de le communiquer au public, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit.

Dépôt légal:
Bibliothèque nationale, Paris: mai 2022
Bibliothèque royale de Belgique, Bruxelles: 2022/13647/080

ISSN 2030-2061
ISBN 978-2-8073-3692-6

PRÉFACE

Les deux dernières décennies ont été le théâtre de deux crises économiques majeures, la crise financière de 2008, puis la crise covid de 2020-2021, qui auraient pu provoquer un effondrement de l'économie mondiale. Même si les gouvernements ont évidemment joué un rôle dans la résolution de ces crises, ce sont surtout les banques centrales qui ont permis au système économique-financier de ne pas s'écrouler. Après la période de Grande Modération initiée dans les années 1980, les banques centrales ont ainsi largement réinventé leurs modes d'action face aux dangers de la crise financière de 2008, puis pour lutter contre le risque de déflation qui a suivi.

C'est que le monde a changé ces vingt dernières années ! Le vieillissement de la population, le ralentissement de la croissance et la hausse des inégalités ont abaissé les taux d'intérêt d'équilibre. Avec des taux directeurs arrivés au voisinage de zéro, les marges de manœuvre traditionnelles des banques centrales se sont épuisées et celles-ci ont dû trouver autre chose. Chacune à leur rythme, elles ont énergiquement utilisé leurs bilans pour stimuler l'économie, en achetant de grandes quantités de titres financiers. Cela a suscité bien des controverses : sur une éventuelle hyperinflation, sur la possible création de bulles, sur le rôle des politiques ultra-accommodantes dans le creusement des inégalités...

Le mandat des banques centrales a évolué ces dernières années et il est clair qu'il continuera de le faire. Les capacités d'action monumentales démontrées par les banques centrales depuis vingt ans font que les opinions publiques et parfois les gouvernements sont tentés de faire évoluer leur feuille de route. Dans la lutte contre le changement climatique comme dans celle contre les inégalités, les banques centrales sont désormais perçues comme incontournables et en première ligne. Elles se trouvent un peu au carrefour des mégatendances, puisqu'elles accompagnent aussi la digitalisation de l'économie, avec l'arrivée des monnaies numériques.

Ces bouleversements ont comme résultat qu'un nouvel état des lieux sur le sujet de la politique monétaire était nécessaire. C'est tout l'intérêt du travail pédagogique que Bastien nous livre ici, qui rend accessibles à tous des développements qui affectent la vie de tous.

Pascal Blanqué
Chairman de l'Amundi Institute,
Ancien CIO d'Amundi et
ancien chef économiste du Crédit Agricole.

INTRODUCTION

C'est peu de le dire mais la façon d'opérer des banques centrales a beaucoup changé depuis la crise financière de 2008. Avant celle-ci, leur principal outil de politique monétaire était les taux directeurs, qui étaient abaissés lorsqu'il fallait stimuler l'économie et relevés lorsqu'il fallait la ralentir. Mais par deux fois, lors de la crise financière de 2008 et lors de la crise covid de 2020, l'enjeu a tout simplement été d'éviter que ne se reproduise un épisode similaire à la Grande Dépression des années 1930. Les banques centrales ont ainsi dû déployer de puissants nouveaux outils et exhumer certains dispositifs qui n'avaient pas été utilisés depuis des décennies. Elles ont eu recours à des prêts d'urgence, à des achats de titres à grande échelle (*quantitative easing*), au guidage des anticipations (*forward guidance*), aux taux négatifs, au ciblage des taux longs, aux opérations de refinancement de long terme, aux swaps de devises de grande ampleur... Il n'y a pas eu de retour en arrière et tous ces outils semblent désormais faire définitivement partie de la boîte à outils des banques centrales.

Ce livre a pour ambition de présenter de façon simple le fonctionnement de tous ces outils en tâchant à chaque fois d'expliquer le contexte dans lequel ils ont été mis en œuvre : reprise économique très lente partout après la crise de 2008, crise de la zone euro de 2010 à 2012, inflation basse et parfois crainte de la déflation dans les pays développés durant la décennie 2010, etc. Les principaux sujets d'actualité, comme ceux de la possible mise en œuvre de « monnaies numériques » ou de la perte d'indépendance des banques centrales, y sont traités et y sont reliés à la littérature la plus pertinente pour permettre au lecteur de pouvoir s'y retrouver. Par ailleurs, une attention particulière est portée à la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale, la première pour des raisons de proximité évidente et la seconde car c'est probablement l'institution financière la plus puissante du monde. Enfin, le dernier chapitre aborde le thème du changement climatique, dont se sont saisies très récemment les banques centrales et qui sera probablement structurant pour elles dans les années à venir.

Les banques centrales sont tout simplement plus centrales que jamais.

CHAPITRE

1

• Les banques centrales

SOMMAIRE

1.1. La Fed, une institution puissante dont le rôle a évolué	8
1.2. La BCE, dernière-née parmi les grandes banques centrales	13
1.3. Le ciblage de l'inflation, comme cadre opérationnel	14
1.4. Le ciblage de l'inflation, comme justification de l'indépendance des banques centrales	17

Les banques centrales sont les institutions en charge de la politique monétaire. Leur pouvoir leur est conféré par les autorités politiques et leur mandat est décrit de façon plus ou moins explicite dans les textes de loi. De ce fait, contrairement à une idée répandue, les banques centrales n'ont pas toutes le même mandat, même si elles partagent généralement l'objectif de stabilité des prix. Par exemple, on retient généralement que la BCE aurait un mandat uniquement centré sur la stabilité des prix, même si ce n'est pas parfaitement exact, et que la Fed aurait un mandat « dual » centré à la fois sur la stabilité des prix et sur le plein emploi. Certaines banques centrales ont également des missions annexes, telles que la gestion d'un fonds souverain (on peut penser à la Norges Bank en Norvège).

En généralisant, l'historien de l'économie Michael Bordo explique qu'il y aurait trois objectifs clés de la politique monétaire moderne : la stabilité des prix (qui consiste en des taux d'inflation faibles), la stabilité de l'économie réelle (emploi élevé et croissance économique soutenable) et la stabilité financière (système de paiements efficace et prévention des crises financières). Comme nous le verrons dans la suite de ce livre, l'objectif implicite de stabilisation macrofinancière est apparu de façon spectaculaire lors de la crise financière de 2008 ou encore lors de la crise covid de 2020-2021.

Après un bref résumé de l'histoire et de l'organisation de la Fed et de la BCE, nous verrons dans ce chapitre le cadre conceptuel – le ciblage de l'inflation – dans lequel évoluent les banques centrales depuis les années 1990 et nous aborderons la question de leur indépendance du pouvoir politique.

1.1 LA FED, UNE INSTITUTION PUISSANTE DONT LE RÔLE A ÉVOLUÉ

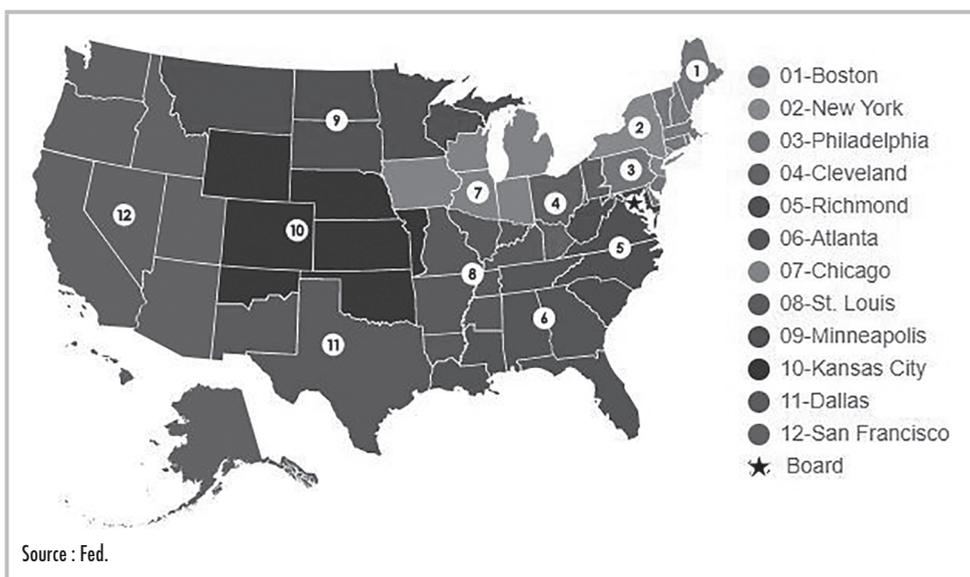
Aux États-Unis, le Système de réserve fédérale (*Federal Reserve System*), communément appelé la Fed, a été créé avec la signature du *Federal Reserve Act* par le président Woodrow Wilson le 23 décembre 1913¹. Cela avait suivi la crise financière de 1907, lors de laquelle les marchés financiers s'étaient effondrés, des banques avaient fait faillite et la distribution de crédit s'était tarie. À l'époque, le gouvernement américain ne disposait pas des outils adaptés pour réagir et dépendait de banques privées pour obtenir le capital nécessaire pour soutenir le système bancaire : en particulier, plusieurs institutions bancaires avaient dû leur salut à des prêts accordés par le financier John Pierpont Morgan et le Congrès avait ainsi pris conscience à l'époque qu'il était préférable que le pays puisse compter sur d'autres mécanismes pour résoudre les crises bancaires². Les États-Unis étaient alors la seule grande puissance qui ne disposait pas de banque centrale.

Le *Federal Reserve Act* de 1913 a institué une banque centrale décentralisée sur le modèle du du système politique américain, avec une entité centrale située à Washington, le *Federal*

1 Les États-Unis avaient connu auparavant deux tentatives de mise en place d'une banque centrale, la *Bank of the United States* (1791-1811) et de nouveau la *Bank of the United States* (1816-1836). Les 80 années qui ont suivi ont été caractérisées par une forte instabilité financière.

2 Voir par exemple Conti-Brown P., *The Power and Independence of the Federal Reserve*, Princeton University Press, 2016.

Reserve Board, et un groupe de douze entités régionales, les *Federal Reserve Banks*. Peter Conti-Brown, historien spécialiste de la Fed, indique qu'un chaos institutionnel a régné sur la première période de la vie de la Fed, en raison de la mauvaise définition des relations de pouvoir entre les différentes entités, qui a donné naissance à des rivalités intenses. C'est notamment pour pallier ces dysfonctionnements que le *Glass-Steagall Act* de 1933 a créé le *Federal Open Market Committee* (FOMC) comme l'organe central prenant les décisions relatives aux achats de titres, qui ne comprenait que les 12 « gouverneurs » de Fed régionales et aucun membre du *Board*. Le fait que le *Federal Reserve Board* n'ait pas été inclus dans le FOMC a de nouveau posé des problèmes d'organisation, ce qui a conduit à l'adoption du *Banking Act* de 1935. Cette loi a dissous le *Federal Reserve Board* de 1913 et a créé le *Board of Governors* pour le remplacer : à partir de là, les membres de ce *Board* ont été appelés « gouverneurs » et les chefs des banques régionales ont été appelés « présidents » et non plus « gouverneurs ». Le système est devenu beaucoup plus centralisé. Le FOMC a été réformé et transformé en organe de douze personnes disposant chacune d'un droit de vote : les sept gouverneurs du *Board*, le président de la Fed de New York et quatre autres présidents de Fed régionales alternant sur une base annuelle. C'est ce système qui existe aujourd'hui. Les gouverneurs sont nommés par le président des États-Unis et confirmés par le Sénat. Le mandat des gouverneurs est de 14 ans et n'est pas renouvelable. Lorsqu'un gouverneur quitte le *Board* avant la fin de son mandat, la personne qui le ou la remplace reprend le mandat non échu et peut être reconduit pour un mandat de 14 ans. Les mandats de président et vice-président du *Board* sont de 4 ans et peuvent être renouvelés. Pour ces mandats spécifiques également, c'est le président des États-Unis qui choisit et le Sénat doit ensuite confirmer son choix.



CARTE 1.1

Les douze districts de la Fed

2022	2023	2024
7 membres du Board	7 membres du Board	7 membres du Board
président de la Fed de New York	président de la Fed de New York	président de la Fed de New York
président de la Fed de Cleveland	président de la Fed de Chicago	président de la Fed de Cleveland
président de la Fed de Boston	président de la Fed de Philadelphie	président de la Fed de Richmon
président de la Fed de Saint Louis	président de la Fed de Dallas	président de la Fed d'Atlanta
président de la Fed de Kansas City	président de la Fed de Minneapolis	président de la Fed de San Francisco

TABLEAU 1.1.
Les membres du FOMC disposant d'un droit de vote en 2022, 2023 et 2024

Intéressons-nous désormais aux missions assignées à la Fed. Initialement, le *Federal Reserve Act* de 1913 ne mentionnait pas d'objectif de stabilité des prix, mais requérait que chacune des Fed régionales détiennent des réserves d'or en proportion des billets émis et des dépôts (la politique d'étalon-or n'a été abandonnée qu'en 1933), ce qui limitait leurs actions. La loi ne traitait que des pouvoirs de la Fed, mais en réalité assez peu des objectifs qu'elle devait poursuivre. Pour Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, le mandat premier de la Fed de 1913 jusque dans les années 1930 a été le maintien de la stabilité financière³. L'instauration d'un mandat de stabilité des prix a été envisagée par le Congrès en 1928, mais elle n'a pas été adoptée avant quasiment un demi-siècle. L'économiste Allan Meltzer dit à ce propos⁴ : « C'est un euphémisme de dire que cela a été une occasion manquée. Si le mandat de stabilité des prix avait été adopté, la Fed n'aurait pas pu tolérer la déflation lors de la Grande Dépression de 1929-1933 ni l'inflation élevée durant la Grande Inflation de 1965-1980. Une récession serait possiblement intervenue de toute manière en 1929, mais les États-Unis et le monde auraient évité les conséquences de la déflation. » C'est seulement en 1977, dans une période d'inflation élevée, que le Congrès a amendé le *Federal Reserve Act* pour assigner à la Fed trois objectifs : la stabilité des prix, l'emploi maximum et le fait que les taux d'intérêt de long terme restent à des niveaux modérés. Toutefois, le dernier de ces trois objectifs est rarement mentionné et on dit souvent que la Fed a un mandat « dual ». Soulignons que le mandat de stabilité des prix ne mentionnait pas de cible d'inflation explicite.

La nature « duale » du mandat a parfois pu poser problème car nécessitant la mise en place de politiques contradictoires. Cela a été particulièrement clair lorsque la Fed a agressivement resserré sa politique monétaire sous Paul Volcker au début des années 1980.

3 Reinhart C. et Rogoff K., « Shifting Mandates : The Federal Reserve's First Centennial », *NBER Working Paper*, n° 18888, 2013.

4 Meltzer A., *A History of the Federal Reserve: volume 1*, University of Chicago Press, 2003.

Devant le Congrès, Volcker avait déclaré en 1981 : « Je me concentre sur la stabilité des prix parce que, selon moi, nous n'arriverons pas à remplir notre objectif de plein emploi sans avoir pris en main la partie "inflation" de notre mandat. Je ne pense pas que nous avons le choix dans les circonstances actuelles de recourir à l'arbitrage traditionnel d'obtenir un peu plus d'emploi en contrepartie d'un peu plus d'inflation. »

Une période de stabilité macroéconomique, connue sous le nom de Grande Modération, s'est installée à partir du milieu des années 1980 et les débats au sujet du mandat « dual » de la Fed se sont essouffés jusque dans les années 1990 où certains membres du FOMC ont proposé d'adopter une cible explicite d'inflation⁵. Alan Blinder, vice-président du *Board* à l'époque, a fait connaître son opposition à cette suggestion, au motif qu'elle réduirait la discrétion nécessaire pour poursuivre le mandat de plein emploi. Et ce n'est finalement qu'en janvier 2012, sous la présidence de Ben Bernanke, que la Fed a adopté une cible d'inflation de 2 %. En revanche, aucun objectif chiffré pour l'objectif d'emploi maximum n'a été défini à cette occasion. Le communiqué du FOMC le justifiait ainsi : « Le niveau maximum d'emploi est largement déterminé par des facteurs non monétaires qui affectent la structure et la dynamique du marché du travail. Ces facteurs peuvent changer au fil du temps et peuvent ne pas être directement mesurables. Par conséquent, il ne serait pas approprié de spécifier un objectif fixe pour l'emploi. Les décisions du FOMC devront être basées sur des évaluations du niveau maximum d'emploi, avec la conscience que de telles évaluations sont nécessairement incertaines et sujettes à des révisions ultérieures. » Le concept d'emploi maximum a régulièrement fait l'objet de débats, mais la Fed le définit comme « le plus bas niveau de chômage que l'économie peut supporter avec un taux d'inflation stable ».

Enfin, il convient de mentionner que les décisions du FOMC sont extrêmement suivies par la communauté financière internationale, en raison de la place dominante du dollar dans les échanges internationaux. En effet, quelques pays (Équateur, Panama, Salvador, plusieurs archipels) sont « dollarisés », c'est-à-dire qu'ils utilisent le dollar comme monnaie officielle. Un certain nombre de pays (Arabie saoudite et Émirats arabes unis par exemple) ont leurs monnaies « ancrées » au dollar. Enfin, un grand nombre de pays émergents empruntent en dollars sur les marchés internationaux, et l'impact de la politique de la Fed sur la courbe des taux américains ainsi que sur le dollar a des répercussions directes sur les conditions de financement de ces pays.

ENCADRÉ 1.1. LA CRÉATION DES BANQUES CENTRALES

La Riksbank, la banque centrale de Suède, créée en 1668, est la banque centrale la plus ancienne. La Banque d'Angleterre (*Bank of England*) a été créée peu de temps après, en 1694, et la Banque de France en 1800. Les toutes premières banques centrales aidaient les États à se financer : il s'agissait d'entités privées, qui pratiquaient des activités bancaires classiques⁶ et qui, du fait de leur statut particulier, faisaient souvent office de « banque des banques ».

Plus tard, les banques centrales ont joué un plus grand rôle, à la suite de l'ampleur prise au XIX^e siècle par la circulation des billets de banque, aux côtés des métaux précieux (or et argent), qui constituaient alors les moyens

5 « Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 (Humphrey-Hawkins) », Federal Reserve History.

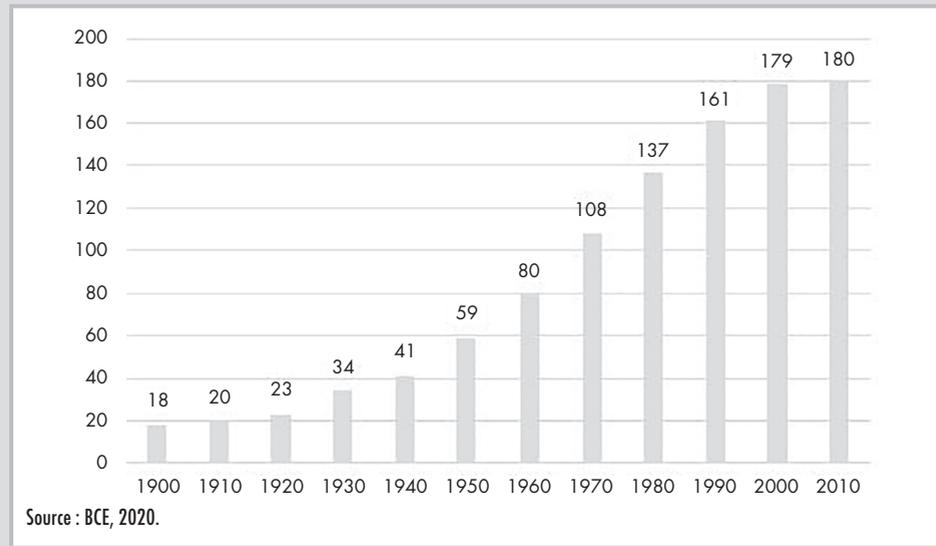
6 Bordo M., « A Brief History of Central Banks », *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, December, 2007.

de paiement les plus prisés. En effet, des billets convertibles en or ou en argent ont commencé à circuler. Or, ces billets étaient initialement émis par des banques privées et n'étaient pas entièrement couverts par une quantité d'or ou d'argent équivalente, ce qui occasionnait des crises bancaires fréquentes (des crises exacerbées par la concurrence entre banques). L'octroi aux banques centrales du monopole de l'émission des billets de banque a mis fin à cette situation : en effet, les banques centrales devaient détenir une réserve d'or et d'argent capable d'assurer une couverture totale des billets qu'elles émettaient. Ce n'est réellement qu'à partir de la deuxième moitié du XIX^e siècle que l'utilisation de l'expression « banque centrale » au sens où on l'entend aujourd'hui s'est répandue⁷.

Il n'y avait que dix-huit banques centrales en 1900, pratiquement toutes situées en Europe⁸, et étaient alors soit des institutions privées, soit des institutions au capital mixte public/privé. Elles étaient surtout en charge de la gestion du système de l'étalon-or (dans le cadre duquel les États fixaient la valeur de leur monnaie dans une quantité fixe d'or), et donc indirectement de la stabilité des prix. Lorsque leurs réserves d'or diminuaient, elles augmentaient leurs taux d'escompte (le taux auquel elles prêtaient aux autres banques) pour favoriser l'afflux de capitaux internationaux et donc d'or. Au début du XX^e siècle, les banques centrales ne considéraient pas comme leurs objectifs la stabilisation de l'économie réelle.

Les banques centrales étaient relativement indépendantes des gouvernements, mais l'interférence de ces derniers dans la politique des premières était plus forte lors des périodes de guerre et de crise. Par exemple, lors de la Première Guerre mondiale à éclaté, le système de l'étalon-or a été suspendu et les gouvernements ont largement eu recours à la monnaie banque centrale pour financer les dépenses de guerre et de réparations, ce qui a mené à des périodes d'hyperinflation dans certains cas.

À la suite de la Grande Dépression, l'idée que disposer d'une banque centrale pouvait faciliter la sortie de crise a mené à la création de nouvelles institutions dans les pays développés et à la nationalisation d'un certain nombre d'institutions existantes.



GRAPHIQUE 1.1.
Nombre de banques centrales dans le monde

7 Ugolini S., « The Evolution of Central Banking: Theory and History », *Palgrave Macmillan*, 2017.

8 Dall'Orto Mas R., Vonessen B., Fehlker C. et Arnold K., « The case for central bank independence. A review of key issues in the international debate », *ECB Occasional Paper Series*, n° 248, 2020.

1.2 LA BCE, DERNIÈRE-NÉE PARMIS LES GRANDES BANQUES CENTRALES

La Banque centrale européenne (BCE) est la grande banque centrale la plus récente, puisqu'elle a formellement été créée le 1^{er} juin 1998, en même temps que le Système européen de banques centrales (SEBC), qui est constitué de la BCE et des banques centrales nationales des pays de l'Union européenne (UE), que ces derniers fassent partie de la zone euro ou non (à l'exception du Danemark, tous les pays de l'UE ont vocation à adopter l'euro, même si rien ne les contraint à le faire). L'euro a, pour sa part, été créé le 1^{er} janvier 1999. Cela fait de la BCE la plus jeune des grandes banques centrales.

C'est le traité de Maastricht, signé par douze pays le 7 février 1992, qui a jeté les bases de l'Union européenne telle que nous la connaissons aujourd'hui et qui a, entre autres, institué la BCE et le SEBC. L'article 127 du traité sur le fonctionnement de l'UE (TFUE) définit que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix » et que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union ». Il existe donc une hiérarchie entre un objectif principal, la stabilité des prix et des objectifs secondaires, qui ne sont pas explicitement définis, ce qui laisse une certaine marge de manœuvre en termes d'interprétation.

Plus restreint que le SEBC, l'Eurosystème est constitué de la BCE et des banques centrales nationales des pays ayant adopté l'euro (l'Eurosystème coexistera avec le SEBC tant qu'il y aura des États membres de l'UE ne faisant pas partie de la zone euro). Toutefois, toutes les banques centrales nationales du SEBC sont actionnaires de la BCE : ainsi, la Bundesbank et la Banque de France par exemple sont actionnaires de la BCE, tout comme par exemple la Riksbank (la banque centrale de Suède) et la NBP (la banque centrale de Pologne)⁹.

La politique monétaire de l'Eurosystème est définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE, qui est composé des six membres du directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des 19 pays de la zone euro. Les membres du directoire sont nommés par le Conseil européen, statuant à la majorité qualifiée. Historiquement, les membres du directoire ont plutôt été des ressortissants des quatre plus gros pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie et Espagne) et ont très souvent été des hommes (entre juin 2011 et janvier 2014, il n'y avait même aucune femme au sein du directoire). On peut souligner ici que le manque de diversité au sein du Conseil des gouverneurs relève exclusivement de la responsabilité des chefs d'État européens, et pas de celle de l'institution elle-même. La BCE a eu quatre présidents jusqu'à maintenant : le Néerlandais Wim Duisenberg (1998-2003), le Français Jean-Claude Trichet (2003-2011), l'Italien Mario Draghi (2011-2019) et la Française Christine Lagarde (2019-2027).

Le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne assigne au SEBC un objectif de stabilité des prix, mais sans préciser ce que cela signifie quantitativement. Ainsi, c'est le Conseil des gouverneurs de la BCE lui-même qui, en 1998, a défini la stabilité

⁹ La Banque d'Angleterre était actionnaire de la BCE jusqu'à la sortie du Royaume-Uni de l'UE en 2020.

des prix comme une « augmentation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation (IHPC) de la zone euro inférieure à 2 % », ce qui marquait déjà une vision asymétrique de l'objectif d'inflation. En 2003, le Conseil a clarifié cet objectif en indiquant qu'il chercherait à « maintenir des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme ». En 2021, le Conseil a finalement abandonné le caractère asymétrique de son objectif d'inflation en précisant qu'il cherchait désormais « une inflation de 2 % à moyen terme, ce qui signifie que les écarts négatifs et positifs sont également indésirables ».

Onze pays faisaient partie de la zone euro à sa création (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Luxembourg, Pays-Bas et Portugal). Ils ont été rejoints par la Grèce en 2001, la Slovaquie en 2007, Chypre et Malte en 2008, la Slovaquie en 2009, l'Estonie en 2011, la Lettonie en 2014 et la Lituanie en 2015. La Commission européenne organise régulièrement un sondage dans les pays de l'UE non membres de la zone pour mesurer l'appétence de la population à rejoindre la monnaie européenne (dans le cadre des études Eurobaromètre). Lors de la dernière édition, publiée en juillet 2021, 75 % des sondés s'exprimaient en faveur de l'adoption de l'euro en Roumanie, 69 % en Hongrie, 61 % en Croatie, 56 % en Pologne, 54 % en Bulgarie, 43 % en Suède et 33 % en République tchèque¹⁰.

À l'occasion de l'entrée de la Lituanie dans la zone euro le 1^{er} janvier 2015, qui est donc devenue le 19^e pays membre de la zone, un système de rotation mensuelle des droits de vote entre les gouverneurs des banques centrales nationales a été mis en place au Conseil des gouverneurs (cela était prévu par les traités européens une fois que le nombre de membres de la zone dépasserait 18). Les pays de la zone euro sont répartis en plusieurs groupes en fonction de la taille de leur économie et de leur secteur financier :

- Les gouverneurs de l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et des Pays-Bas se partagent quatre droits de vote.
- Les gouverneurs des autres pays (quatorze pays donc) disposent de onze droits de vote.

Le tableau 1.2. montre la rotation des droits de vote des gouverneurs de banques centrales nationales pour l'année 2022. Les membres du directoire disposent, eux, d'un droit de vote permanent.

1.3 LE CIBLAGE DE L'INFLATION, COMME CADRE OPÉRATIONNEL

À partir des années 1970, les banques centrales de pays industrialisés se sont mises à cibler la croissance de la masse monétaire (*monetary targeting*) pour remplir leur objectif de stabilité des prix, car cette variable était considérée à l'époque comme le principal déterminant de l'inflation à long terme. C'est notamment la forte inflation de l'époque (on parle

¹⁰ Eurobaromètre, « Introduction of the euro in the Member States that have not yet adopted the common currency », 2021.

Directoire de la BCE	Mois											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
présidente de la BCE	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
vice-président de la BCE	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
membres du directoire de la BCE	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Gouverneurs des BCN	Mois											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
président, Bundesbank		x	x	x	x		x	x	x	x		x
gouverneur, Banque d'Espagne	x		x	x	x	x		x	x	x	x	
gouverneur, Banque de France	x	x		x	x	x	x		x	x	x	x
gouverneur, Banque d'Italie	x	x	x		x	x	x	x		x	x	x
président, Banque des Pays-Bas	x	x	x	x		x	x	x	x		x	x
gouverneur, Banque nationale de Belgique	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	
gouverneur, Banque d'Estonie		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
gouverneur, Banque centrale d'Irlande			x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
gouverneur, Banque de Grèce				x	x	x	x	x	x	x	x	x
gouverneur, Banque centrale de Chypre	x				x	x	x	x	x	x	x	x
gouverneur, Banque de Lettonie	x	x				x	x	x	x	x	x	x
président du Conseil d'administration, Banque de Lituanie	x	x	x				x	x	x	x	x	x
gouverneur, Banque centrale du Luxembourg	x	x	x	x				x	x	x	x	x
gouverneur, Banque centrale de Malte	x	x	x	x	x				x	x	x	x
gouverneur, Banque nationale d'Autriche	x	x	x	x	x	x				x	x	x
gouverneur, Banque du Portugal	x	x	x	x	x	x	x				x	x
gouverneur, Banque de Slovénie	x	x	x	x	x	x	x	x				x
gouverneur, Banque de Slovaquie	x	x	x	x	x	x	x	x	x			
gouverneur, Banque Finlande	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		

TABLEAU 1.2.

Droits de vote au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE pour l'année 2022

parfois de Grande Inflation ou *Great Inflation* pour qualifier le régime d'inflation qui a prévalu de 1965 à 1982¹¹) qui a conduit à l'avènement du courant de pensée monétariste. En pratique, les banques centrales annonçaient ainsi des cibles explicites de croissance de certains agrégats monétaires (M1, M2 ou M3). Cette approche ne pouvait fonctionner que si la banque centrale était en mesure de contrôler finement l'évolution de la masse monétaire et que s'il existait une relation stable dans le temps entre inflation et agrégats monétaires.

Le ciblage monétaire a connu des résultats mitigés à la fin des années 1970 et durant les années 1980¹², notamment à cause de l'instabilité de la relation entre masse monétaire et inflation mais aussi à cause d'une implémentation peu rigoureuse du ciblage monétaire (multiplication des agrégats monétaires ciblés, cibles annoncées à des intervalles irréguliers, justification artificielle du dépassement des cibles, etc.). Pour cette raison, les banques centrales ont progressivement basculé vers un ciblage direct de l'inflation (*inflation targeting*). À partir du début des années 1990, les banques centrales des pays développés ont adopté une stratégie de ciblage de l'inflation (*inflation targeting*) : 1990 en Nouvelle-Zélande, 1991 au Canada, 1992 au Royaume-Uni et 1993 en Suède et en Australie.

Pour Frederic Mishkin¹³, spécialiste de politique monétaire et ancien membre du Board de la Fed, le ciblage de l'inflation implique cinq éléments clés : 1) l'annonce publique de cibles numériques d'inflation de moyen terme, 2) un engagement institutionnel à la stabilité des prix comme l'objectif principal et de long terme de la politique monétaire et un engagement à parvenir à cet objectif d'inflation, 3) une stratégie dans laquelle de nombreuses variables et pas seulement les agrégats monétaires sont utilisées dans la prise de décisions relatives à la politique monétaire, 4) une transparence accrue au sujet de la stratégie de politique monétaire *via* une communication avec le public et les marchés sur les projets et les objectifs des banquiers centraux, et 5) davantage de mécanismes pour que la banque centrale rende des comptes dans son entreprise de réalisation de ces objectifs.

L'un des avantages souvent cités¹⁴ du ciblage de l'inflation est qu'il combine des éléments de « règle » et de « discrétion » dans la conduite de la politique monétaire. C'est ce que Bernanke et Mishkin ont appelé la « discrétion contrainte¹⁵ », c'est-à-dire une approche qui laisse aux banquiers centraux des marges de manœuvre considérables pour répondre aux chocs économiques et financiers, mais qui contraint cette discrétion par un engagement fort à garder l'inflation faible et stable. Plutôt que de se focaliser sur le fait de parvenir à la cible à chaque instant, elle met l'accent sur le fait d'y parvenir à moyen terme, c'est-à-dire généralement à un horizon d'un à trois ans, ce qui permet à la banque centrale de s'atteler à d'autres objectifs à court terme.

11 Bordo M. et Orphanides A., *The Great Inflation: the Rebirth of Modern Central Banking*, University of Chicago Press, 2013.

12 Mishkin F., « Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea? », 2006.

13 Mishkin F., « From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 2684, 2001.

14 Voir par exemple Sarwan J., « Inflation Targeting: Holding the Line », *IMF F&D Magazine*, 2015.

15 Bernanke B. et Mishkin F., « Inflation Targeting : A New Framework for Monetary Policy? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, 1997.

Concrètement, les banques centrales prévoient l'évolution future de l'inflation, et la différence entre l'inflation prévue et la cible d'inflation détermine comment la politique monétaire doit être ajustée : assouplissement de la politique monétaire lorsque l'inflation prévue est inférieure à la cible et durcissement dans le cas contraire. Certaines banques centrales ont choisi une fourchette cible pour l'inflation (par exemple, la banque centrale du Canada ciblait ces dernières années un taux d'inflation compris entre 1 % et 3 %), alors que d'autres ont choisi une valeur cible (par exemple, la Banque d'Angleterre cible un taux d'inflation de 2 %). Le tableau 1.3. montre les cibles d'inflation de plusieurs pays développés.

Banque centrale	Cible d'inflation
BCE (Zone euro)	2 %
BNS (Suisse)	Moins de 2 %
BoC (Canada)	1 à 3 %
BoE (Royaume-Uni)	2 %
BoJ (Japon)	2 %
Fed (Etats-Unis)	2 %
Norges Bank (Norvège)	2 %
RBA (Australie)	2 à 3 %
RBNZ (Nouvelle-Zélande)	1 à 3 %
Riksbank (Suède)	2 %

TABLEAU 1.3.

Les cibles d'inflation de quelques banques centrales en 2022

1.4 LE CIBLAGE DE L'INFLATION, COMME JUSTIFICATION DE L'INDÉPENDANCE DES BANQUES CENTRALES

À partir de l'avènement du ciblage d'inflation, l'indépendance des banques centrales est devenue une notion extrêmement valorisée et pour ainsi dire la norme. Cela a notamment fait suite aux travaux¹⁶ de Kydland et Prescott (1977) et Gordon et Barro (1983), avant lesquels l'idée qu'il existait un compromis entre chômage et inflation

¹⁶ Kydland F. et Prescott E., « Rules Rather than Discretion : The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, 85 (3), 1977 ; Barro R. et Gordon D., « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12 (1), 1983.

Tout savoir sur les banques centrales et leur rôle majeur pour l'économie

Bastien Drut

est docteur en économie et responsable de la macrostratégie thématique chez CPR Asset Management. Il est l'auteur de nombreux ouvrages et intervient dans plusieurs formations universitaires (CNAM, Université Paris Dauphine-PSL).

Les banques centrales n'ont jamais été aussi... centrales pour l'économie. Longtemps restées des institutions austères et peu en vue pour le grand public, elles sont revenues sur le devant de la scène depuis la crise financière de 2008. Elles ont ensuite joué un rôle déterminant pendant la crise Covid, lors de laquelle elles ont acheté des milliers de milliards de dette publique et ont permis aux économies de ne pas sombrer.

Le mode d'action des banques centrales a beaucoup changé ces dernières années :

- leurs politiques de taux ont radicalement changé, avec le passage du simple pilotage des taux directeurs à la *forward guidance* et aux taux négatifs;
- elles utilisent leurs bilans de façon beaucoup plus systématique comme des outils de politique monétaire avec les programmes de *quantitative easing* et les opérations de refinancement des banques de longue durée;
- elles accompagnent la digitalisation de l'économie en planchant sur des projets de monnaies numériques;
- avec les grands défis du XXI^e siècle, les missions qui leur sont confiées sont amenées à encore évoluer.

Ce manuel s'adresse aux étudiants et aux enseignants en Licence d'économie, de gestion, ainsi qu'à ceux des écoles de management.

RESSOURCES NUMÉRIQUES



Étudiants : Testez vos connaissances en ligne grâce aux QR codes placés en fin de chapitre (QCM interactifs avec corrigés).

Enseignants : Identifiez-vous à l'adresse <https://www.deboecksuperieur.com/site/336926> et accédez à des PowerPoint.

ISSN : 2030-2061
ISBN : 978-2-8073-3692-6



9 782807 336926

deboeck **B**
SUPÉRIEUR

www.deboecksuperieur.com

L

Dans le cadre du Système Européen de Transfert de Crédits (E.C.T.S.), ce manuel couvre les niveaux Licence (Baccalauréat/Bachelor) et Master.

M

D