



**LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES
EN « TEMPS DE CRISE »**

LA FED ET LA BCE

**ESC SFAX
FÉVRIER 2020**

M.H. Bouchet (c) 2020

PLAN

1. Introduction: Historique, fonctions & structures
2. Les politiques économiques de la zone \$ et de la zone €
3. BCE/FED: impacts aujourd'hui sur les marchés?

	FED	BCE	ANALYSE
Historique	1913	1999	Fed → expérience des crises majeures → crédibilité gagnée au cours des années Bce → doit faire ses preuves
Environnement			Économies qui ne fonctionnent pas de façon similaire.
Organisation	7 gouverneurs (chairman: Bernanke) nommés par le président US et approuvés par le Sénat Gouverneur des 12 banques régionales.	Directoire dirigé par le Président Trichet et le VP avec 4 autres membres, désignés par les chefs d'Etat. Conseil des gouverneurs composé de gouverneurs des banques centrales.	Organisation de la BCE calquée sur celle de la FED.
Politique	Axée sur l'inflation + l'activité	Axée sur l'inflation	2 objectifs supplémentaires de la FED : croissance + emploi
Les taux	5.25%	3.50%	Fed activisme > Bce.
L'impact économique			Les 4 canaux : crédit bourse change taux d'intérêt.

1- LEURS FONCTIONS

❑ FED:

→ Taux d'emploi maximum

→ Prix stables

→ Taux d'intérêt à long terme peu élevés.

❑ BCE:

→ Degré élevé de stabilité des prix (art 140)

M.H. Bouchet (c) 2020

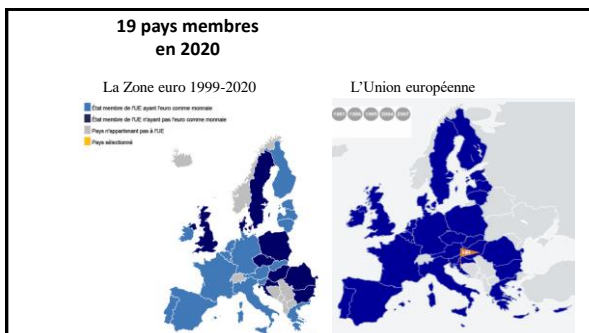


BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSISTÈME

1.1 LA BCE

M.H. Bouchet (c) 2020

PHASE I à partir du 1 ^{er} juillet 1990	Libération complète des mouvements de capitaux Renforcement de la coopération entre banques centrales Libre utilisation de l'écu (unité monétaire européenne, le prédécesseur de l'euro) Amélioration de la convergence économique
PHASE II à partir du 1 ^{er} janvier 1994	Création de l'Institut monétaire européen (IME) Interdiction pour les banques centrales d'accorder des crédits Renforcement de la coordination des politiques monétaires Amélioration de la convergence économique Processus conduisant à l'indépendance des banques centrales nationales, qui doit être terminée au plus tard à la date de la mise en place du Système européen de banques centrales Travaux préparatoires à la troisième phase
PHASE III à partir du 1 ^{er} janvier 1999	Fixation irrévocable des taux de conversion Introduction de l'euro Mise en œuvre de la politique monétaire unique par le Système européen de banques centrales Entrée en vigueur du mécanisme de change européen (MCE II) Entrée en vigueur du Pacte de stabilité et de croissance



L'indépendance politique

L'indépendance de la BCE est propice au maintien de la stabilité des prix, ainsi que le montrent de très nombreuses études théoriques et données empiriques sur l'indépendance de la banque centrale.

C'est le cadre institutionnel de la politique monétaire unique (le traité et les statuts) qui établit l'indépendance de la BCE.

Implications pratiques

Ni la BCE, ni les banques centrales nationales (BCN), ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes de l'Union européenne (UE), des gouvernements des États membres de l'Union européenne ou de tout autre organisme.

Les institutions et organes de l'UE ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE (article 130 du traité).

M.H. Bouchet (c) 2020

STRUCTURE DE LA BCE



1-HISTORIQUE BCE

1957- Signature des traités de Rome instituant la Communauté européenne de l'énergie atomique (CEEa) et la Communauté économique européenne (CEE).

1962- La commission européenne propose pour la première fois une union monétaire et économique.

1970- Le Rapport de Werner définit le 1er projet d'une UEM.

1979- Le Système monétaire européen (SME) est créé par les gouvernements et les banques centrales des 9 États membres.

M.H. Bouchet (c) 2020

1988- Comité Delors: étude des modalités de la réalisation de l'UEM (Union Economique et Monétaire). Proposition d'un plan en trois phases.

1998- La BCE est établie à Frankfurt, Allemagne.

1999- Réalisation des 3 phases de l'UEM.

2002- Introduction des billets et des pièces en Euros

LE CAPITAL DE LA BCE

- ▶ Le capital de la BCE provient des banques centrales nationales (BCN) de l'ensemble des États membres de l'Union européenne. Il s'élève à 10,825 milliards euros.
- ▶ Les parts des BCN dans le capital de la BCE sont calculées sur la base d'une clé reflétant la part des différents pays dans la population totale et le produit intérieur brut de l'Union européenne, ces deux données étant assorties d'une pondération identique.
- ▶ La BCE ajuste ces parts tous les cinq ans et chaque fois qu'un nouveau pays adhère à l'Union européenne. Les ajustements sont opérés sur la base des données fournies par la Commission européenne.

EUROSYSTÈME & SEBC

- ▶ L'Eurosystème comprend la BCE et les BCN des pays ayant adopté l'euro. Il coexiste avec le SEBC tant que des pays membres de l'UE n'adopteront pas l'Euro.
- ▶ Le SEBC est composé de la BCE et des BCN de tous les États membres de l'UE, y compris ceux n'ayant pas adopté l'euro.

M.H. Bouchet (c) 2020

LES MISSIONS DE LA BCE

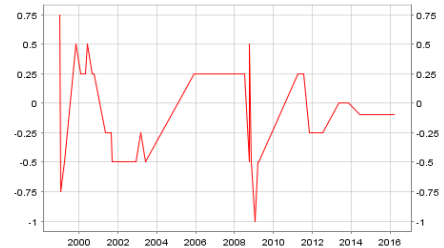
1. Elle définit les politiques de l'Eurosystème.
- ▶ L'article 127, paragraphe 1, du traité définit l'objectif principal de l'Eurosystème :
 - ▶ « *L'objectif principal du Système européen de banques centrales [...] est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des 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, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne* ».

M.H. Bouchet (c) 2020

AUTRES MISSIONS DE LA BCE:

1. Elle décide, coordonne et assure le suivi des opérations de politiques monétaires.
2. A un pouvoir juridique contraignant.
3. Elle autorise l'émission des billets.
4. Elle mène des interventions sur les marchés de change.
5. Elle participe à la coopération internationale et européenne.

TAUX D'INTÉRÊT DE LA BCE SUR LES DÉPÔTS DES BANQUES COMMERCIALES DE LA ZONE EURO 1999-2016



ORGANISATION

- ▶ **La présidence**
 - Mario DRAGHI novembre 2013
- ▶ **Le directoire**
 - Comprend le président, le vice président, et quatre autres membres.
- ▶ **Le conseil des gouverneurs**
 - Se compose du directoire et des seuls directeurs des BCN de la zone euro.
- ▶ **Le conseil général**
 - Se compose du président, du vice président, des gouverneurs des BCN de l'UE.





STRUCTURE DE LA BCE

- ▶ **Organes de décision:**
 - 1 - Le Conseil des Gouverneurs:
 - 6 membres du Directoire
 - +
 - 13 gouverneurs des BCN des 13 de la zone euro.
 - 2- Directoire:
 - Président, VP +4 autres membres
 - Mise en œuvre de la politique monétaire conformément aux orientations et décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs + gestion courante de la BCE




M.H. Bouchet (c) 2020

LA BCE: STRUCTURE INSTITUTIONNELLE

3- Executive Board
Direction Générale:

Président, VP
+

25 gouverneurs des banques centrales nationales de l'UE.



M.H. Bouchet (c) 2020

1.2 LA FEDERAL RESERVE

[HTTPS://WWW.FEDERALRESERVE.GOV/ABOUTTHEFED.HTM](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm)

Board of Governors of the Federal Reserve System

The Federal Reserve, the central bank of the United States, provides the nation with a safe, flexible, and stable monetary and financial system.

M.H. Bouchet (c) 2020

1-HISTORIQUE FED

- 1791- Le gouvernement américain crée la First Bank of United States =>Echec
- 1816- Suite à la seconde guerre avec les Britanniques, elle est remplacée par la Second Bank of United States pour enrayer l'inflation consécutive. En 1830, elle est dissoute par le président Andrew Jackson.
- 1913- Suite à la panique bancaire de 1907, le Congrès élabore un nouveau projet de banque centrale. Le Federal Reserve Bank Act est voté et est promulgué par le président des États-Unis.

M.H. Bouchet (c) 2020

1-PRÉSENTATION ET STRUCTURE (FED)

► Organes de décision:

- Le Conseil des gouverneurs (7 membres(14 ans non renouvelables) nommés par le président des USA et confirmés par le Sénat .
- Le FOMC (Federal Open Market Committee) Comité fédéral pour les interventions publiques sur les marchés de taux d'intérêt
- Le FRB (Federal Reserve Banks) BOD (9 membres): supervise les FRB.



M.H. Bouchet (c) 2020

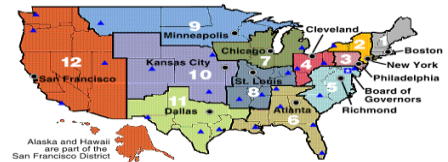
RAPPEL HISTORIQUE

- 2 banques centrales ont vu le jour de 1791 à 1811 et de 1816 à 1832. Leur rôle était de stabiliser le système bancaire de la jeune nation américaine.
- En 1913, la Federal Reserve fut créée à travers le Federal Reserve Act. Elle est composée du **Federal Reserve Board** dont le siège se trouve à Washington D.C. et de 12 banques régionales.
- Jusqu'en 1929, la FED est un système décentralisé avec un fort pouvoir accordé aux banques régionales dirigées par des gouverneurs et supervisées par le Federal Reserve Board.



M.H. Bouchet (c) 2020

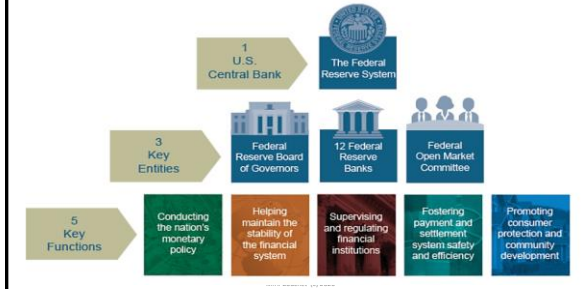
STRUCTURE FED



12 banques régionales constituent un réseau privé dont les banques commerciales régionales sont actionnaires.

M.H. Bouchet (c) 2020

STRUCTURE DE LA RESERVE FEDERALE?



RAPPEL HISTORIQUE (SUITE)

- Après la crise de 1929, l'Open Market Policy Conference (OMPC) est créé, composé des 12 gouverneurs des banques régionales et des membres du Reserve Federal Board. Le pouvoir a été transféré du gouverneur de la FED de New-York au Federal Reserve Board.
- La politique monétaire de la FED a maintenant une dimension nationale.
- En 1970, la réduction de l'inflation devient un objectif monétaire.
- Depuis 1990, le principal objectif de la FED est la croissance économique.
- 2008-2020: politique monétaire de la FED pour encourager et soutenir une vive reprise économique (Trump!)

M.H. Bouchet (c) 2020

OBJECTIFS ACTUELS DE LA FED

- ▶ Aujourd'hui les principaux objectifs de la Federal Reserve sont:
 - la conduite de la politique monétaire,
 - faciliter la croissance économique,
 - le plein emploi,
 - la stabilité des prix et la réduction de l'inflation,
 - modérer le taux d'intérêt à long terme.
- ▶ Pour accomplir ses tâches, la principale arme utilisée par la FED est son taux directeur.

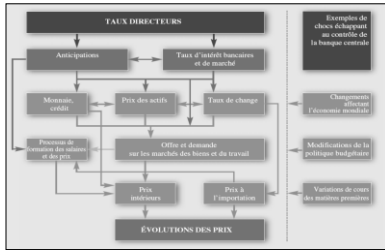
M.H. Bouchet (c) 2020

LE FED FUND: LE TAUX DIRECTEUR DE LA FED

- ▶ Le Fed Fund est établi par le FOMC (Federal Open Market Committee) de manière à soutenir les orientations de la politique monétaire de la FED.
- ▶ La variation du taux Fed Fund a un impact dans de nombreux domaines (la consommation, l'investissement, la valeur du dollar, l'arbitrage action/obligation)

M.H. Bouchet (c) 2020

MÉCANISME DE TRANSMISSION DES TAUX D'INTÉRÊT AUX PRIX



M.H. Bouchet (c) 2020

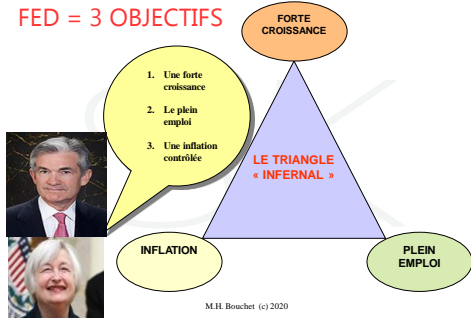
ORGANISATION DE LA FED



- ▶ La présidence
 - J. POWELL (2018)
 - Janet Yellen (Janvier 2014)
 - Ben Bernanke depuis le 1^{er} février 2006
 - Renouvelé par Pr. Obama en 2010
- ▶ Le conseil des gouverneurs
 - Organe dirigeant composé de 7 membres
- ▶ Le Federal Open Market Committee
 - Organe décisionnaire

M.H. Bouchet (c) 2020

FED = 3 OBJECTIFS



M.H. Bouchet (c) 2020

2- LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FED



- ▶ La politique monétaire est déterminée et mise en œuvre par un organisme indépendant
 - Intervention sur les taux
 - Intervention sur la parité (très rare)

SKEMA ASSIA

□ Intervention sur les taux

- fixation des réserves obligatoires
- fixation du taux d'escompte
- politique de l'open market

M.H. Bouchet (c) 2020

LA « RÈGLE » DE TAYLOR (1993)

- ▶ Politique de taux directeurs liés aux cibles d'inflation et de croissance, en cohérence avec le mandat de la FED:
 - ▶ $i = r^* + \pi + \beta(\pi - \pi^*) + \gamma(y - y^*)$
- ▶ avec i taux directeur nominal (objectif des Fed funds), r^* taux réel neutre compatible avec le taux de croissance potentiel, π le taux d'inflation constaté sur l'année, π^* la cible de taux d'inflation, y le PIB réel constaté, et y^* le PIB potentiel
 - ▶ $i = 1 + 1,5 \pi + 0,5 (y - y^*)$
- ▶ Un écart d'un point entre l'inflation constatée et sa cible fixée à 2%, se traduira par un relèvement du taux directeur de 0,5%.

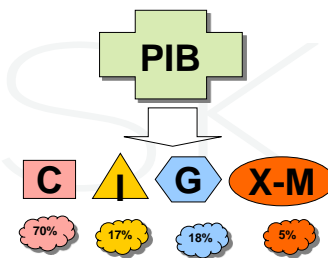
▶ Intervention sur la parité



- Exemple: les protections douanières.
En 2001, les Etats-Unis ont imposé des droits de douanes sur l'acier et sur le bois. (0,82\$ à 1,35\$)
- 2005-2010: menaces de quotas sur les importations chinoises (currency manipulator)

skema

LES COMPOSANTES DE L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE



QUAND LES EUROPÉENS PENSENT, LES AMÉRICAINS DÉPENSENT...



« LE DOLLAR, C'EST NOTRE
MONNAIE ET C'EST ...VOTRE
PROBLÈME »
H. Kissinger
John Conally - Treasury Secretary
de R. Nixon

2- LES INDICATEURS DE LA FED

CPI (Consumer Price Index)

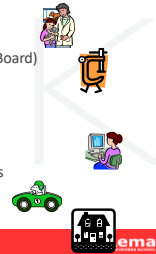
PPI (Production Price Index)

CRB (Commodities Research Board)

Le Coût horaire des salaires

Les Ventes automobiles

Les Ventes de maisons neuves



IMPACT SUR L'ÉCONOMIE

► Les 4 canaux:

- taux d'intérêt : \uparrow des taux \rightarrow M baisse \rightarrow I, C baisse \rightarrow Y baisse
- parité des changes: \uparrow des taux \rightarrow les exportations freinent $\rightarrow \uparrow$ E (exchange rate) \rightarrow Y baisse
- Bourse: \uparrow des taux \rightarrow prix des actions baissent \rightarrow le portefeuille baisse \rightarrow I baisse \rightarrow Y baisse
- Crédit: \uparrow des taux \rightarrow M baisse \rightarrow prêts bancaires baissent \rightarrow Investissement baisse \rightarrow Y baisse

2- L'OBJECTIF DE LA BCE:

- Assurer la stabilité des prix

« Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté... ».

STABILITÉ DES PRIX?

► Définition quantitative du Conseil des gouverneurs:

« La stabilité des prix est définie comme une progression sur 1 an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) < 2% dans la zone euro »

n.b: Évolution vers un objectif d'inflation au voisinage de 2%.

DANS QUELS BUTS ?

1. Développement économique stable
2. Amélioration des perspectives en matière d'emploi
3. Élévation soutenable du niveau de vie socio-économique

2- LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

□ Les 2 Piliers de la stratégie monétaire :

1. La Monnaie:

Valeur de référence quantifiée pour la croissance de l'agrégat monétaire M3 = 4 %

2. Évaluation d'évolution des prix:

Analyse essentielle au Conseil des gouverneurs pour prise de décisions de politique monétaire

• Les instruments de la politique monétaire :

Important : Opérations gérées par les BCN

1. Les opérations d' Open Market
2. Les facilités permanentes
3. Système de réserves obligatoires

▪ Les opérations d' Open Market:

- Action sur la liquidité bancaire
- Pilotage des taux d'intérêt
- Renseignement de l'orientation de la politique monétaire.

▪ Les facilités permanentes : (Au jour le jour)




- Apport ou retrait des liquidités
- Encadrement du taux du marché interbancaire

▪ Système de réserves obligatoires :

Appliqué aux établissements de crédit de la zone euro.

- Stabilisation des taux du marché monétaire
- Maintien d'une demande suffisante de monnaie de banque centrale

2-LES INDICATEURS DE LA BCE

- Indicateur du climat conjoncture
- Indicateur de confiance des industriels 
- Indicateur de confiance des ménages 
- Indicateur de confiance dans le secteur de constru 

► Comparaison Fed/Bce



3. BCE/FED

QUELS IMPACTS AUJOURD'HUI SUR LES MARCHÉS?

M.H. Bouchet (c) 2020

Il a dit...

... Ils ont compris

« Une grande vigilance reste nécessaire afin de combattre les risques inflationnistes ».

« Si les hypothèses de croissance et d'inflation de la BCE se confirment, alors il sera nécessaire d'ajuster de nouveaux le caractère accommodant de la politique monétaire »

« Je ne dirais certainement rien qui puisse contredire les attentes des marchés pour la fin de l'année »

Il a en revanche refusé de s'engager davantage sur les intentions des gardiens de l'euro en 2007.

L'emploi de ce terme annonce en général une hausse de taux lors de la réunion suivante

En clair, il faudra encore remonter les conditions du crédit

Ces derniers ont anticipé un nouveau tour de vis en décembre qui porterait le principal taux directeur à 3,50%

« Nous ferons ce qui est nécessaire afin de maintenir la stabilité des prix, Je m'en tiendrai à cette déclaration »

IL A DIT...

... ILS ONT COMPRIS

«Je vous donne rendez-vous lors de la réunion de décembre»

Depuis décembre, la BCE a remonté ses taux à cinq reprises. Pour le français, la politique monétaire reste «accommodante»

Alors que l'économie est en forme, « les risques pour la stabilité des prix restent clairement à la hausse » a-t-il estimé.

Il considère que le repli récent de l'inflation sous la barre des 2% en septembre et octobre reste provisoire

A cette occasion, la BCE publiera ses nouvelles projections trimestrielles d'inflation et de croissance

Ce qui signifie qu'à ses yeux, les conditions du crédit demeurent bon marché et portent en germe des risques de dérapage des prix.

Il existe un danger de répercussions des augmentations des prix du pétrole sur ceux à la consommation

L'inflation devrait être «substantiellement plus élevée en décembre et janvier»

INDÉPENDANCE

► La BCE se révèle plus indépendante que la Fed

- Fed:
 - une hiérarchie en matière de politique de change >> du ressort exclusif de la Maison Blanche
 - La Fed n'est pas à l'abri des échéances électorales.
- BCE:
 - un très haut degré d'indépendance
 - BCE: des statuts modifiables uniquement à l'unanimité, interdiction pour les membres de son conseil d'accepter des instructions gouvernementales, impossibilité pour elle d'accorder des crédits aux Etats, mandats de ses gouverneurs longs, irrévocables et surtout non renouvelables, liberté totale pour définir sa stratégie.
 - La structure même renforce cette indépendance: une politique monétaire pour l'ensemble de la zone Euro.



« M. Euro, c'est moi! »

M.H. Bouchet (c) 2020

2.1 DES MISSIONS SIMILAIRES?

► Federal Reserve

- Conduire la politique monétaire de la nation en influençant les conditions monétaires et de crédit dans l'économie
- Superviser et réguler les institutions bancaires afin de s'assurer de la solvabilité et la sécurité du système financier et bancaire de la nation et de protéger les droits des consommateurs
- Maintenir la stabilité du système financier et contenir le risque systémique provenant des marchés financiers
- Fournir des services financiers aux banques de dépôt, au gouvernement américain et aux institutions étrangères officielles jouant un rôle prépondérant dans le système de paiement de la nation

M.H. Bouchet (c) 2020

2.1 DES MISSIONS SIMILAIRES?

► Banque Centrale Européenne

- Les missions fondamentales
 - Définir et mettre en oeuvre la politique monétaire de la zone euro
 - Conduire les opérations de change
 - Détenir et gérer les réserves de change officielles des Etats membres
 - Promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement
- Les missions secondaires
 - Emission des billets de banque
 - Collecte d'informations statistiques
 - Stabilité du système financier et surveillance bancaire
 - Coopération européenne et internationale (participation aux institutions monétaires internationales)

M.H. Bouchet (c) 2020

2.2 LES OBJECTIFS

Un objectif inscrit dans le marbre:

- Fed: la croissance et l'emploi
 - **Federal Reserve Act:**
« maintenir la croissance à long terme de la monnaie et du crédit à la mesure de la croissance potentielle à long terme de l'économie, afin d'assurer dans les faits les objectifs du plein emploi, des prix stables et des taux d'intérêt long terme modérés ».
- BCE: la stabilité des prix
 - **Traité instituant la Communauté européenne**
« L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix » et: « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix », l'Eurosystème « apporte son soutien aux politiques économiques générales » pour « obtenir un niveau d'emploi élevé et une croissance durable et non inflationniste ».

M.H. Bouchet (c) 2020

LES OBJECTIFS DE LA FED

- Les objectifs premiers
 - faible chômage, stabilité des prix et taux d'intérêt de long terme modéré.
- La stabilité des prix
 - une allocation optimale des ressources et amélioration du niveau de vie.
 - encourage l'épargne des ménages et la formation du capital par l'investissement des entreprises.
- Un objectif contradictoire
 - tension entre l'objectif de plein emploi et de maîtrise des prix.
 - Ralentir l'inflation peut entraîner un ralentissement de la croissance économique
- Les objectifs secondaires
 - La stabilité financière en contenant les perturbations financières et leurs contagions dans la sphère financière pendant les cracks boursiers
 - Renforcer le système financier passe par la réglementation des institutions bancaires et des systèmes de paiement.

M.H. Bouchet (c) 2020

2.3 LA STRATÉGIE DE LA FED

- ▶ Le taux directeur: le lien principal entre la politique monétaire et l'économie
 - Établir ce taux afin d'atteindre ses objectifs de politique monétaire
 - Variables affectées: le taux d'intérêt à CT/LT, la valeur du dollar et le prix des titres.
- ▶ La consommation et l'investissement: la demande globale
 - conditionnent le choix de consommer ou d'investir
- ▶ L'arbitrage action/obligation
 - les taux longs conditionnent le choix entre actions et obligations.
- ▶ La politique monétaire affecte le taux de change
 - Si le taux d'intérêt US augmente => les rendements sur les actifs US sont plus favorables => appréciation du dollar.
- ▶ La demande agrégée tirée par une large gamme de dépenses
 - Une baisse du taux d'intérêt stimule les dépenses.
 - Les projets d'investissement sont les plus profitables et les profits à la consommation moins chers stimulent la demande des biens
 - Une politique monétaire expansive => stimule la demande => relancera la croissance

M.H. Bouchet (c) 2020

2.3 LA STRATÉGIE DE LA BCE

- ▶ Pourquoi lutter contre l'inflation?
 - Affecter le niveau général des prix à long terme en affectant l'offre de monnaie
 - Neutralité à long terme de la politique monétaire sur la croissance et l'emploi
 - Avantage de la stabilité des prix: augmentation du niveau de vie et allocation plus efficace des ressources
 - Il appartient aux politiques budgétaires et structurelles d'inscrire la croissance
- ▶ Comment la politique monétaire influence les prix?
 - Modification du taux directeur => modification des taux du marché et des prix des actifs => influence sur les décisions de crédit, d'épargne et d'investissement => modification de la demande globale et donc des prix
 - Modification du taux directeur => modification du taux de change => modification de l'inflation
- ▶ Les principes fondamentaux de la politique monétaire
 - Rendre compréhensible le cadre de la politique monétaire
 - Fournir un benchmark clair et mesurer pour évaluer les résultats atteints par la BCE
 - Permettre aux agents économiques d'anticiper l'évolution ultérieure des prix
 - Une définition quantifiée de l'inflation: inférieure mais proche de 2% (IPCH)

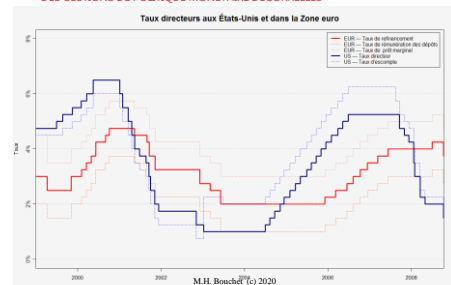
M.H. Bouchet (c) 2020

DES INSTRUMENTS DE GESTION DE LIQUIDITÉ ÉQUIVALENTS

- ▶ Maintenir le taux d'intérêt proche du taux arrêté par la politique monétaire
 - rendre effective l'orientation monétaire
 - Anticiper au mieux les besoins en monnaie banque centrale
- ▶ Trois types d'instruments
 - Les **réserves**: créer un besoin artificiel de monnaie centrale et stabiliser le taux de l'argent au jour le jour.
 - Les **opérations d'open market**: achat, vente ou échange d'obligations contre monnaie centrale. C'est l'instrument principal et le plus flexible.
 - Les **facilités permanentes**: emprunts et dépôts des liquidités à la banque centrale. La **discount window** est utilisée par la Fed comme un instrument de soutien aux établissements temporairement illiquides.

M.H. Bouchet (c) 2020

DES GESTIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DÉCORRÉLÉES



RÉCAPITULATIF



M.H. Bouchet (c) 2020

LES AUTRES INDICATEURS POUR ATTEINDRE LES OBJECTIFS

- ▶ Le taux directeur
 - cible privilégiée pour atteindre les objectifs d'inflation et de croissance
- ▶ Les agrégats monétaires
 - $MV = PQ$: si la masse monétaire augmente plus vite que la croissance => accélération de l'inflation.
- ▶ La règle de Taylor
 - Relie le taux d'intérêt directeur au taux d'inflation et à l'écart entre le PIB et son niveau potentiel.
 - Déterminer le taux directeur optimal.
- ▶ Le taux de change
 - Canal important
 - Politique monétaire accommodante = baisse du dollar
 - Grande incertitude quant au niveau du taux de change nécessaire pour atteindre un objectif de politique monétaire.

M.H. Bouchet (c) 2020

LES LIMITES DANS LA GESTION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- ▶ La politique monétaire fait face à des incertitudes
 - L'objectif atteint avec un délai dans le temps (lentueur)
 - Erreur statistique: les données sont difficiles à appréhender.
 - Divergences nationales au sein de la zone Euro
 - Le taux directeur est nécessaire mais pas suffisant
- ▶ Les chocs exogènes
 - Du côté de la demande
 - Le gouvernement avec la fiscalité et les programmes de dépense
 - La confiance des consommateurs et des investisseurs est imprévisible
 - Les conditions d'octroi du crédit (credit crunch)
 - Du côté de l'offre
 - Les désastres naturels (ouragan Katrina)
 - Les perturbations sur le marché du pétrole

M.H. Bouchet (c) 2020

POURRAIT-ON AMÉLIORER LA CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE?

- ▶ Deux objectifs contradictoires pour les banques centrales:
 - Faire preuve de flexibilité
 - Conserver la confiance des agents économiques
- ▶ La politique monétaire doit être prospective
- ▶ Communication, transparence et crédibilité: conditions pour une politique monétaire optimale
 - Ancrer les anticipations d'inflation à la stabilité des prix
 - Réduire l'incertitude et les coûts qui lui sont associés.
 - Une allocation optimale des ressources
- ▶ Gouvernance: vers un système plus démocratique et transparent?
 - BCE: des polémiques toujours d'actualité
 - « insipérisme de Trichet » et communication approximative
 - Fed: une attitude plus démocratique mais plus protégée (vote obligatoire de ses membres et résultat rendu public, publication de minutes)

M.H. Bouchet (c) 2020

3^{ÈME} PARTIE: LES BANQUES CENTRALES FACE À LA CRISE DES SUBPRIMES

M.H. Bouchet (c) 2020

3. LES BANQUES CENTRALES FACE À LA CRISE DES SUBPRIMES

- Les banques centrales sont confrontées lors de l'éclatement de la crise à des contextes économique et financier différents et utilisent des instruments de gestion de la liquidité qui leur sont propres. Ceci explique les divergences dans la gestion de la crise.
- Cependant au bout du compte, les banques centrales se sont retrouvées face à des situations relativement semblables sur les marchés monétaires et financiers. Ainsi, les deux institutions ont eu des réactions convergentes pour faire face à la crise.

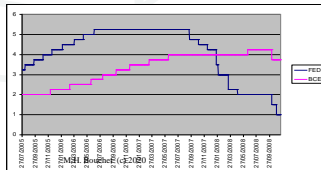
M.H. Bouchet (c) 2020

3.1 DES GESTIONS DIVERGENTES DE LA CRISE

► La Fed a assoupli sa politique monétaire plus tôt que la BCE:

- L'économie américaine avait une exposition plus forte au risque de récession. Pour cette raison la Fed a modifié l'orientation de sa politique monétaire. Les baisses de taux visaient à soutenir le système bancaire, indirectement soutenir les prix d'actifs financiers, soutenir les ménages endettés à taux variables.

- Les tensions sur l'économie de la zone Euro sont apparues plus tard. La BCE a même pris le marché à revers en remontant ses taux au début de l'été 2008. Cependant devant l'ampleur de la crise, les banques centrales ont finalement décidé d'une baisse concertée de leurs taux directeur début octobre 2008.



3.1 DES GESTIONS DIVERGENTES DE LA CRISE

► La Fed est intervenue en dernier ressort pour sauver des institutions financières (exemple de Bear Stearns):

Les difficultés de Bear Stearns ont poussé la Fed à ouvrir une ligne de crédit de 29 milliards de dollars (au gichet de l'escompte) afin de permettre le rachat de la banque d'investissement par JP Morgan. La particularité du prêt, d'une maturité de 10 ans et renouvelable, est d'être gagé sur le portefeuille d'investissement de Bear Stearns, valorisé au moment de l'opération à 30 milliards de dollars.

Cette intervention en dernier ressort va à l'encontre des pratiques usuelles des banques centrales, qui en général ne refinancent pas contre actions et qui plus est à 10 ans. Ces opérations de sauvetage bancaire sont les plus importantes menées depuis la crise asiatique

Pays	Entrepreneur	Type de plan	Date
Etats-Unis	Continental Illinois	Nationalisation	1982
Grande Bretagne	Johnson Matthey Bank	Nationalisation	1984
Etats-Unis	Republic Bank of Dallas	FIRREA	1989
Etats-Unis	Savings & Loans	Sauvetage	1988-1993
Grande Bretagne	National Home Loans	Fermeture	1991
Grande Bretagne	BCCI	Sauvetage	1991
France	Credit Lyonnais	Sauvetage	1994-1998
France	Credit Foncier de France	Nationalisation	1995-1997
Japon	Long Term Credit Bank	Nationalisation	1998
Japon	Nippon Credit Bank	Nationalisation	1998
Grande Bretagne	Northern Rock	Nationalisation	2008

* FIRREA = Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989
Source: Bouchet, *Le système bancaire mondial*, 2010

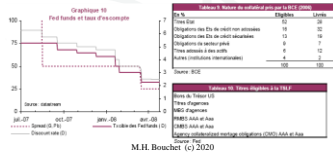
3.1 DES GESTIONS DIVERGENTES DE LA CRISE

► La Fed a modifié son cadre de gestion de la liquidité:

- La Fed disposait d'un système de gestion de la liquidité plus étroit que celui de la BCE car plus ancien: un nombre plus limité de contreparties et de collatéraux avaient accès à ce système.

- La Fed a complété le discount window pour fournir des liquidités plus importantes aux banques: elle a réduit l'écart entre le discount rate et le taux des Fed Funds. La Fed a créé la Term Auction Lending Facility en décembre 2007: une procédure d'appels d'offres bimensuels.

- La Fed a élargi la gamme des collatéraux acceptés pour faciliter le refinancement bancaire. La BCE accepte un spectre plus étendu d'actifs.



M.H. Bouchet (c) 2020

3.2 DES POLITIQUES CONVERGENTES

► Les banques centrales sont confrontées à des situations financières quasi semblables.

► La problématique à laquelle les banques centrales doivent faire face est la même : rendre sa liquidité aux marchés et prêter à long terme.

M.H. Bouchet (c) 2020

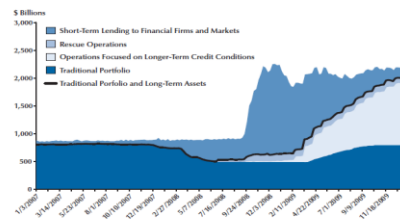
Les Banques Centrales prêtent à plus longue échéance

- FED : Augmentation des maturités maximales des repo de 14 jours à 65 jours de même que de nouvelles sources de refinancement.
- BCE : Double la part de financement à long terme: on passe de 30% à 60% depuis octobre 2007.

M.H. Bouchet (c) 2020

L'INTERVENTION DU FED DANS LA CRISE FINANCIÈRE

Composition of Federal Reserve Assets



SOURCE: Federal Reserve H.4.1 Balance Sheet. M.H. Bouchet (c) 2020

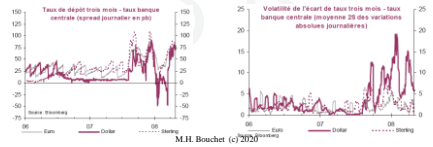
3.3 MESURE DE L'EFFICACITÉ DES POLITIQUES MONÉTAIRES

1. Mesures de la gestion des liquidités via l'analyse de la volatilité du spread taux de référence banque centrale et taux interbancaire.
2. Mesure de la confiance des investisseurs via l'analyse de l'enquête ZEW

M.H. Bouchet (c) 2020

MESURES DE LA GESTION DES LIQUIDITÉS

- FED et BCE n'arrivent pas à satisfaire leur fonction directrice. Ainsi le spread taux banque centrale et taux dépôt 3 mois est totalement erratique depuis mi 2007.
- De même la volatilité de ce spread a atteint deux pics depuis début 2008.
- Ceci révèle une mauvaise gestion de la crise et de multiples changements de taux des banques centrales.



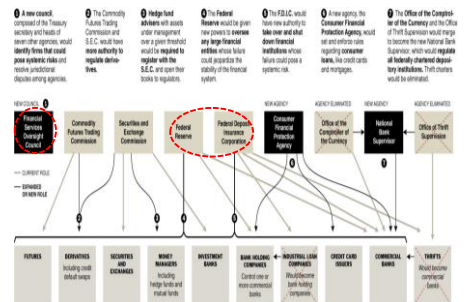
M.H. Bouchet (c) 2020

CONCLUSION: UNE IMPUISSANCE COMMUNE

- Les différences de contextes économiques expliquent l'asymétrie des politiques monétaires menées par la BCE et la Fed.
- L'urgence de gérer la crise de liquidité a fait converger les instruments utilisés par les banques centrales. Les besoins d'adaptation de la Fed s'expliquent par son ancienneté par rapport aux statuts de la BCE.
- Malgré les interventions des banques centrales, les tensions sur le marché interbancaire ne sont pas dissipées, et la confiance n'est pas revenue.

M.H. Bouchet (c) 2020

THE OBAMA'S 2010 FINANCIAL REGULATION PLAN





PLAN OBAMA-DODD + VOLCKER RULE CONTRE LE SHADOW FINANCIAL SYSTEM

- ▶ Limiter l'effet de levier et mieux contrôler par le FED le risque systémique des 40 plus importantes banques (actifs >\$50 mds) et FDIC (<\$5 mds)
- ▶ *Back to Glass-Steagall*: stricte frontière banques - hedge funds + pas de trading pour compte propre + contrôle strict des dérivés de crédit et CDS + limites sur la taille des bilans bancaires + limites à la titrisation
- ▶ Création d'un watchdog : systemic risk council (banques + assurances)
- ▶ Hausse du ratio de capitalisation des holdings bancaires
- ▶ Commodity Futures Trading Commission (CFTC): renforcer la transparence sur le trading des CDS via la compensation (ICE Trust)