

Avantages et inconvénients de la forward guidance

La forward guidance est utilisée par une banque centrale si elle donne une information au sujet de l'orientation future de sa politique monétaire, en particulier au sujet de l'évolution future de ses taux d'intérêt directeurs. Kevin Warsh, président de la Réserve fédérale, a exprimé son hostilité à la forward guidance dans le discours qu'il a prononcé le 28 août 2026 au symposium de Jackson Hole. Il est donc utile de rappeler les arguments en faveur et en défaveur de l'utilisation de la forward guidance par la banque centrale, et d'analyser les conséquences de son abandon par la Réserve fédérale.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

Isabelle Gravet

Assistante de recherche

isabelle.gravet-ext@ossiam.com

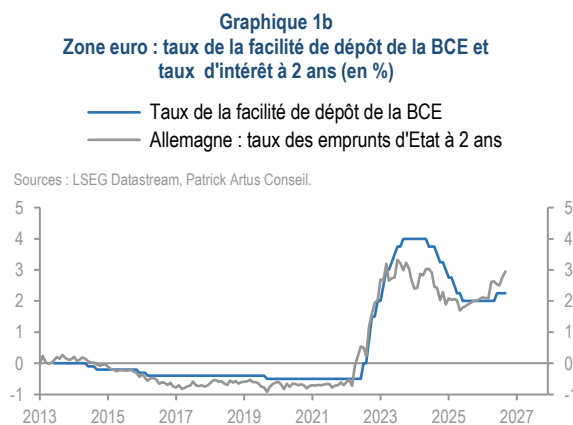
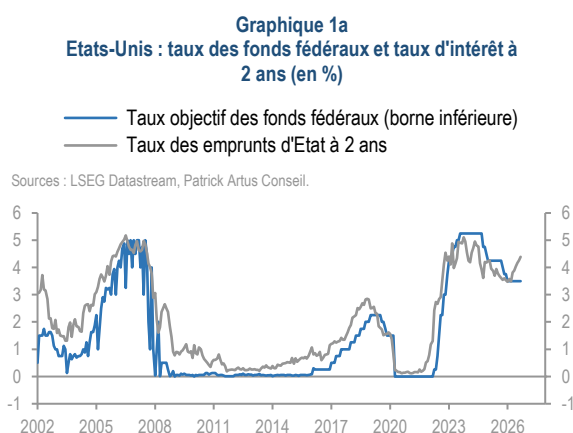
Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Avantages de l'utilisation de la forward guidance par la banque centrale

La Réserve fédérale recourt à la forward guidance depuis le début des années 2000 ; la BCE depuis juillet 2013. **Quels sont les effets positifs de l'utilisation de la forward guidance ?**

1. Amélioration de l'efficacité de la politique monétaire

Si une banque centrale utilise la forward guidance, elle ne contrôle pas seulement les taux d'intérêt à court terme : **elle contrôle également les taux d'intérêt à l'horizon de la forward guidance**. Si elle annonce par exemple des baisses futures de taux d'intérêt, elle fait baisser plus fortement les taux d'intérêt de maturité intermédiaire. L'effet est symétrique lorsqu'elle annonce des hausses de taux d'intérêt. Les **graphiques 1a et 1b** retracent **l'évolution des taux d'intérêt aux États-Unis depuis 2002 et dans la zone euro depuis 2013**.



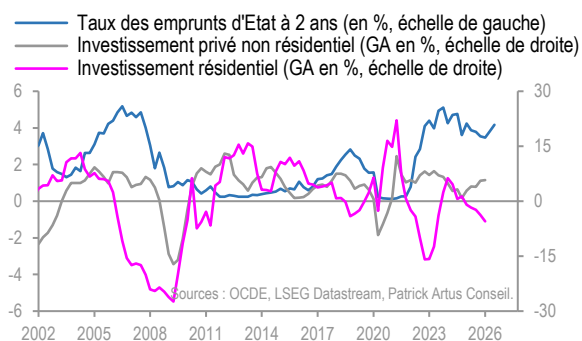
Ils font apparaître un effet d'entraînement des baisses ou des hausses des taux d'intérêt à court terme sur les taux d'intérêt à 2 ans :

- aux États-Unis, entre 2004 et 2006, de 2016 à 2019, de 2022 à 2024 ;
- dans la zone euro, entre 2013 et 2017, en 2022, de 2024 à 2025, en 2026. L'annonce de « whatever it takes » par Mario Draghi (juillet 2012) relève également de la forward guidance, dans la mesure où elle a conduit à anticiper une politique monétaire structurellement plus expansionniste.

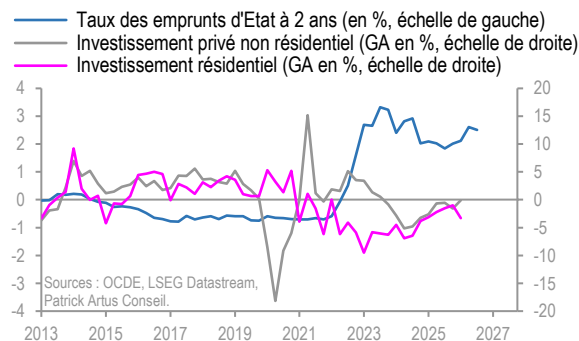
2. Réaction plus forte de l'investissement aux mouvements des taux d'intérêt

Cette efficacité accrue de la politique monétaire, si la banque centrale utilise la forward guidance, concerne particulièrement **la réaction de l'investissement des entreprises et de l'investissement en logement aux mouvements des taux d'intérêt**. Les taux d'intérêt de maturité intermédiaire et longue étant, **en présence de forward guidance**, plus sensibles aux mouvements des taux d'intérêt de maturité courte, **la politique monétaire exerce un contrôle plus étroit sur l'investissement des entreprises**. Les **graphiques 2a, 2b et 2c** présentent les taux d'intérêt à court terme et l'investissement aux États-Unis depuis 2002 et dans la zone euro depuis 2013.

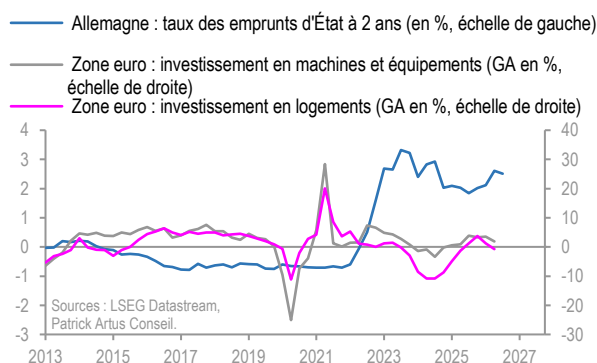
Graphique 2a
États-Unis : taux d'intérêt à 2 ans et investissement en volume



Graphique 2b
Allemagne : taux d'intérêt à 2 ans et investissement en volume



Graphique 2c
Zone euro : taux d'intérêt à 2 ans et investissement en volume



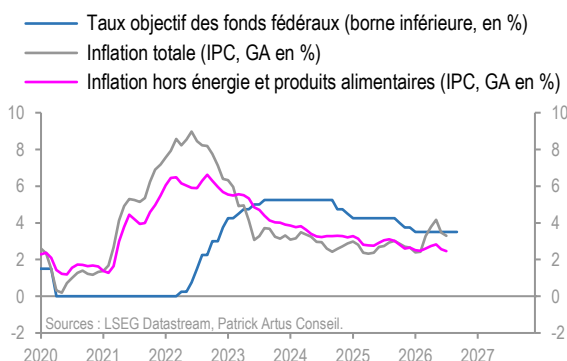
Une corrélation négative marquée apparaît entre les taux d'intérêt à court terme d'une part, l'investissement des entreprises et l'investissement en logement d'autre part, avec une réaction plus rapide de l'investissement en logement que de l'investissement des entreprises.

Inconvénients de l'utilisation de la forward guidance par la banque centrale

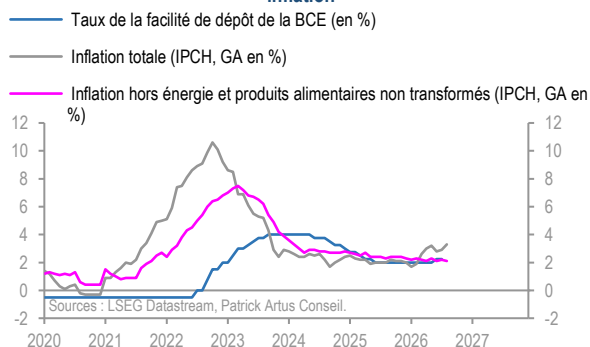
1. Réduction de la capacité de réaction de la banque centrale à des chocs non anticipés

Les chocs non anticipés se sont multipliés : chocs géopolitiques, chocs sur les prix des matières premières, chocs sur les politiques économiques nationales, etc. **L'utilisation de la forward guidance** réduit la capacité de réaction rapide aux chocs. Par exemple, le fait que la forward guidance ait été utilisée en 2021 et 2022 a probablement **réduit la capacité de réaction au choc inflationniste** dû à la sortie de la crise du Covid et au début de la guerre en Ukraine (**graphiques 3a et 3b**). **La réaction de la Réserve fédérale et de la BCE à la hausse de l'inflation totale et de l'inflation sous-jacente a été particulièrement tardive.**

Graphique 3a
Etats-Unis : taux des fonds fédéraux et inflation



Graphique 3b
Zone euro : taux de la facilité de dépôt de la BCE et inflation

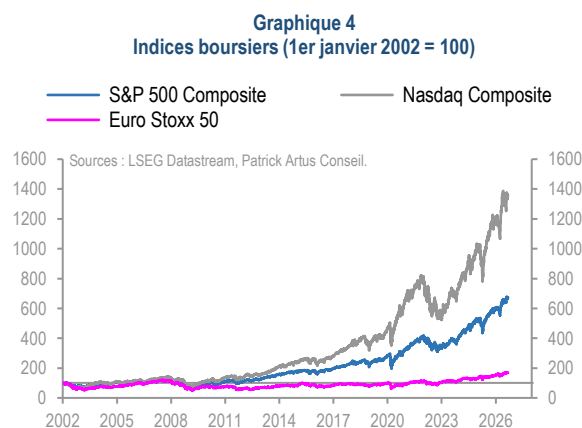


2. Perturbation de la qualité de l'information transmise par les prix des actifs

Les prix des actifs transmettent de l'information : avec les taux d'intérêt à long terme au sujet des anticipations d'inflation, et avec les cours boursiers au sujet des anticipations de bénéfices des entreprises. **Cette information est brouillée si les prix des actifs réagissent surtout à l'orientation future de la politique monétaire** telle qu'elle apparaît dans la forward guidance des banques centrales. Il en résulte un effet de miroir : la banque centrale observe les prix des actifs pour s'informer de l'évolution future anticipée de l'économie, tandis que les agents économiques privés s'appuient sur les informations relatives à sa politique future pour fixer les prix des actifs.

3. Réduction de l'incertitude et bulles sur les prix des actifs

Si par exemple la banque centrale, pratiquant la forward guidance, annonce une baisse à venir des taux d'intérêt, **l'achat d'obligations ou d'actions est perçu comme dénué de risque** : c'est le mécanisme désigné sous le terme de « Greenspan put ». Il en résulte une hausse des prix des actifs déconnectée des fondamentaux. Le mécanisme joue en sens inverse lorsque la banque centrale annonce une hausse de ses taux d'intérêt. **L'utilisation de la forward guidance favorise donc l'apparition de bulles sur les prix des actifs**, puis leur éclatement. Les mouvements des indices boursiers apparaissent de plus grande amplitude depuis la mise en place de la forward guidance (**graphique 4**).



Synthèse : quels effets de l'abandon de la forward guidance par la Réserve fédérale ?

Ce qui précède montre que l'abandon de la forward guidance par la Réserve fédérale devrait conduire :

- **à une plus grande inertie des taux d'intérêt à moyen et à long terme aux États-Unis** (fin de l'effet d'entraînement par la forward guidance) ;
- à une plus grande incertitude sur l'évolution de la politique monétaire, d'où **un freinage de l'investissement et un recul des indices boursiers** ; ce recul pourrait être de grande ampleur si la situation de départ est aujourd'hui celle d'une bulle entretenue par la Réserve fédérale ;
- **à une plus grande variabilité de l'économie réelle**, avec l'incertitude accrue sur les taux d'intérêt futurs et la fin de l'ancrage par la forward guidance, et **à une variabilité plus faible des marchés financiers**, avec la fin des bulles et du risque de leur éclatement.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agréement n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.