

La pire crise économique depuis 1929 ravive un vieux débat d'idées chez les économistes

Des classiques, monétaristes et keynésiens, qui aura le dernier mot?

Les divergences d'opinions entre les économistes sont bien connues. En science économique, les hypothèses de base, les méthodes d'estimation, les mécanismes d'ajustement ou de transmission, tout est matière à discussion. Évidemment, la science poursuit son évolution, elle se consolide; certains débats disparaissent, mais il demeure toujours quelques zones et points litigieux.

La crise économique et financière actuelle a ravivé un vieux débat que plusieurs croyaient clos. Après quelques décennies de domination des doctrines d'inspiration monétariste et d'utilisation de la politique monétaire comme principal outil pour lisser les cycles économiques, les gouvernements et certains spécialistes ont estimé que des politiques budgétaires expansionnistes étaient nécessaires afin de relancer les grandes économies de la planète. Cependant, ce regain de confiance envers la politique budgétaire ne fait pas l'unanimité parmi les experts. Son efficacité est mise en doute et l'on craint ses conséquences néfastes sur l'économie à plus long terme. La politique monétaire se heurte aussi à la critique, et il apparaît qu'elle n'est pas infaillible. De plus, les assouplissements monétaires quantitatifs entrepris dans quelques pays à la suite des réductions de taux d'intérêt soulèvent également certaines appréhensions en matière d'inflation.

Ce *Point de vue économique* se veut d'abord un résumé de quelques grandes écoles de pensée en science économique et de leurs principaux points de discord. Le projecteur est ensuite braqué sur les opinions partagées quant à la façon d'atténuer les cycles économiques et sur les inquiétudes quant à l'issue de la crise. Enfin, les choses étant ce qu'elles sont, il est difficile de prévoir avec certitude qui aura le dernier mot lorsque l'économie planétaire retrouvera son rythme de croisière. Le cadre macroéconomique actuel, caractérisé par l'utilisation de la politique monétaire régie selon une cible d'inflation, devrait demeurer en place. Toutefois, les débats ne seront pas clos pour autant alors que certaines lacunes sont pointées du doigt et que d'autres façons de faire ou de penser pourraient émerger. Le monde économique et financier se complexifie, et d'autres défis se pointent à l'horizon, ce qui alimentera certainement de nouvelles discussions.

LES GRANDES ÉCOLES DE PENSÉE

Les classiques

Le courant classique a été initié par les premiers penseurs de l'économie moderne¹ et a débouché sur de nombreuses théories encore utilisées de nos jours. Les économistes

classiques sont très portés sur le laisser-faire et sont contre l'utilisation de la politique budgétaire. Ils considèrent l'État non efficient et source de distorsion des marchés. La politique monétaire leur paraît tout aussi inefficace. En effet, selon la pensée classique, le taux d'intérêt est déterminé par le marché des capitaux et non par le marché monétaire. Ainsi, toute augmentation de la quantité de monnaie ne fait qu'accroître les prix et n'a aucun effet sur l'économie réelle. Par ailleurs,

¹ Adam Smith (1723-1790), David Ricardo (1772-1823), Thomas Malthus (1766-1834), John Stuart Mill (1806-1873), etc.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Francis Généreux
Économiste principal

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

les classiques voient le chômage comme étant uniquement volontaire, les chômeurs refusant de travailler au salaire du marché.

L'école classique a connu deux grandes révolutions : celle des néoclassiques et celle de la nouvelle théorie classique. Les néoclassiques sont nés de la révolution marginaliste à la fin du XIX^e siècle. Ils ont été les premiers à utiliser l'utilité marginale² comme déterminant de la valeur des biens, et leurs travaux reposent sur des notions mathématiques avancées. La nouvelle économie classique, qui se fonde sur les principes néoclassiques, a été développée dans les années 1970. Partant de bases microéconomiques rigoureuses, des modèles macroéconomiques complexes sont déduits à partir des actions des agents rationnels, eux-mêmes modélisés par la microéconomie. Les anticipations rationnelles³ occupent aussi une place importante.

Les keynésiens

La crise de 1929 a mis en évidence les difficultés de la pensée classique à expliquer les déséquilibres macroéconomiques (graphique 1). L'économiste anglais John Maynard Keynes⁴ a remis en question plusieurs principes, dont celui du chômage volontaire et de la neutralité de la monnaie. Sa théorie démontre qu'une économie peut durablement souffrir d'un taux de chômage élevé et que les mécanismes du marché

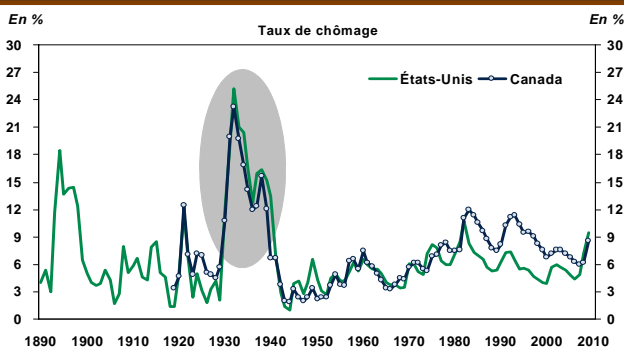
seuls ne peuvent résoudre ce fléau. La rigidité des salaires à la baisse empêche l'ajustement du marché du travail prévu par la pensée classique. De son côté, la non-neutralité de la monnaie signifie que les changements apportés à l'offre de monnaie ont un impact sur l'économie réelle. Le taux d'intérêt est déterminé par le marché monétaire et joue un rôle central dans la théorie de Keynes. De plus, comme les prix sont supposés rigides à court terme, une hausse de la quantité de monnaie ne se traduit pas instantanément par de l'inflation. La pensée keynésienne porte également attention à « l'instinct animal » des entreprises qui, en période de faible demande, perdent toute motivation à investir davantage. L'interventionnisme de l'État, par l'entremise d'une hausse des dépenses ou d'une baisse de taxe, peut néanmoins parvenir à stimuler la demande agrégée.

Les principaux prolongements du courant keynésien sont les postkeynésiens, les néokeynésiens, et les nouveaux keynésiens. Les premiers s'estiment le plus près des principales idées de Keynes. Le second groupe, également appelé l'école du déséquilibre, défend la synthèse des théories keynésiennes et néoclassiques. L'intérêt est porté sur les fondements microéconomiques de la macroéconomie. Le caractère non volontaire du chômage est conservé en intégrant les principes de base des néoclassiques auxquels sont ajoutées les imperfections du marché du travail comme cause de non-réalisation du plein emploi. Ce courant a été initié par John Hicks dans les années 1930, qui a, entre autres, développé le modèle *IS/LM*⁵. De leur côté, les nouveaux keynésiens se réclament de la pensée keynésienne pour quelques idées seulement, et s'opposent à l'intervention trop rigoureuse de l'État. Les principaux points fondamentaux sur lesquels ils s'entendent sont : la monnaie n'est pas neutre, et les imperfections des marchés, telles que la rigidité des salaires ou les asymétries d'information, expliquent les fluctuations économiques.

Les monétaristes

Dans les années 1950, l'économiste Milton Friedman⁶ a voulu faire contrepoids à la dominance de la pensée keynésienne en réhabilitant la théorie quantitative de la monnaie classique, qui montre un lien étroit entre l'inflation et la masse

Graphique 1 – Le taux de chômage élevé au début des années 30 s'expliquait difficilement à l'aide de la théorie classique



Sources : Statistique Canada, Global Financial Data et Desjardins, Études économiques

² L'analyse marginale repose sur les petits changements des variables économiques (changements marginaux). On appelle utilité marginale l'utilité qu'on retire de la consommation d'une unité supplémentaire d'un même bien ou service.

³ Les anticipations rationnelles supposent que les agents économiques utilisent toute l'information disponible ainsi que leur raisonnement sans faute pour former leurs anticipations. Contrairement aux anticipations rationnelles, les anticipations adaptatives sont plus naïves et se basent sur l'information passée.

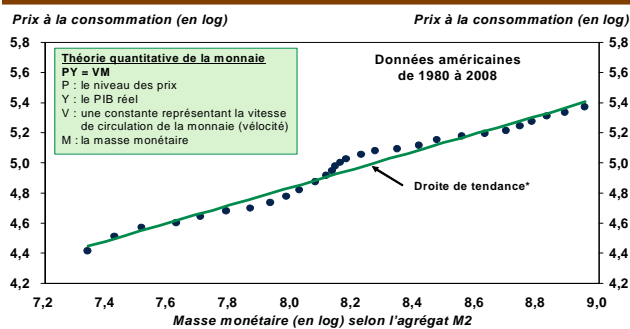
⁴ John Maynard Keynes (1883-1946). Son principal ouvrage a été la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (*The General Theory of Employment, Interest and Money*). L'œuvre, qui est parue en 1936, a énoncé les fondements du keynésianisme.

⁵ John Richard Hicks (1904-1989), économiste britannique et colauréat, avec l'économiste américain Kenneth Arrow, du prix Nobel d'économie en 1972 pour leurs travaux sur la théorie de l'équilibre général. Le modèle *IS/LM* que John Hicks a développé définit une relation entre les taux d'intérêt et le revenu. La courbe *IS* représente les situations pour lesquelles l'investissement (*I*) est égal à l'épargne (*S*); et la courbe *LM*, celles où la demande de monnaie (*L*) est égale à l'offre de monnaie (*M*). Il s'agit d'une synthèse du fonctionnement et des liens entre l'économie et le marché monétaire tels que décrits par la théorie keynésienne, mais présentée dans un cadre néoclassique.

⁶ Milton Friedman (1912-2006), économiste américain lauréat du prix Nobel d'économie en 1976.

monétaire (graphique 2). À la différence des classiques toutefois, Friedman acceptait l'idée d'une rigidité des prix à court terme, ce qui permet de lever l'hypothèse de neutralité de la monnaie. De plus, il défendait une fonction de demande de monnaie stable, ce qui lui permettait de conclure qu'en maîtrisant la croissance de la masse monétaire, on pouvait maîtriser l'inflation. D'ailleurs, pour un monétariste, l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire. Friedman estimait aussi que la monnaie était une variable trop importante pour la laisser sous le contrôle de l'État. Il prônait la mise en place d'une règle fixe de croissance monétaire, par exemple de 5 % par année, ce qui devait suffire à l'augmentation de la demande de monnaie associée à la croissance économique et à une inflation basse et stable.

Graphique 2 – Selon la théorie quantitative de la monnaie, la croissance monétaire engendre une hausse des prix



* En pratique, des changements autres que dans le niveau des prix et la masse monétaire font paraître cette relation instable.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Au cours de sa carrière, Friedman a proposé d'autres théories intéressantes comme celle du taux de chômage naturel et celle du revenu permanent. Cette dernière remettait en question l'augmentation de la consommation à la suite d'une hausse temporaire du revenu comme le prévoit un modèle keynésien dans le cadre de l'application de la politique budgétaire.

Contrairement au classique ou au keynésien, il n'y a pas eu de néo ou de nouveaux monétaristes qui ont succédé aux premiers. L'école de Chicago⁷, où a pris racine le monétarisme, a évolué vers la nouvelle théorie classique et a rejeté certaines conclusions monétaristes en prenant en compte des anticipations rationnelles. L'extension la plus notable du monétariste s'est plutôt réalisée en macroéconomie internationale avec l'approche monétaire de la balance des paiements. Cette théorie explique les déficits (surplus) du compte courant par une masse monétaire trop élevée (faible).

⁷ Groupe non officiel d'économistes associés au Département d'économie de l'Université de Chicago partageant une pensée plus libérale fondée sur les bases néoclassiques.

DE NOMBREUX DÉBATS

Comme on peut le constater, les économistes partagent des visions différentes sur le fonctionnement de l'économie. Les points de discordance peuvent concerner la rigidité des prix et des salaires à court terme, la neutralité de la monnaie, la formation des anticipations et les imperfections des marchés. Parfois, c'est la formulation des équations ou des liens de causalité qui sont débattus. Par exemple, la fonction de consommation keynésienne a été critiquée par les monétaristes. Ces derniers n'ont toutefois pas été épargnés par la critique. Leur théorie de base suppose, entre autres, une demande de monnaie stable, ce que réfutent les keynésiens. La théorie monétariste de Friedman a aussi été critiquée par la génération des nouveaux classiques qui l'a suivie à l'Université de Chicago. Ceux-ci ont remis en cause l'utilisation d'anticipations adaptatives pour les remplacer par des anticipations rationnelles qui discréditent l'illusion monétaire à court terme. Ainsi, les individus ne se sentent pas plus riches lorsqu'il y a plus de monnaie en circulation, car ils savent que les prix vont augmenter : la politique monétaire devient inefficace.

Les opinions divergentes sur le fonctionnement de l'économie conduisent à des préférences différentes en matière de politiques de stimulation économique. Les nouveaux classiques sont plutôt réticents à toute forme d'intervention, contrairement aux keynésiens. Ces derniers sont souvent associés à l'utilisation de la politique budgétaire ou fiscale, mais il faut éviter de tomber dans l'idée du socialisme. Dès que la crise est passée, l'État doit en principe retrouver sa taille d'origine et s'attarder au remboursement de la dette accumulée. Les keynésiens sont aussi ouverts à une politique monétaire faisant varier les taux d'intérêt, mais ils sont contre l'idée d'une règle fixe de croissance monétaire. Pour un monétariste, il apparaît clair que la politique budgétaire est peu efficace. La magie de cet outil repose sur les effets multiplicateurs qui dépendent entre autres de la réponse des consommateurs à une augmentation temporaire de leur revenu. L'effet d'éviction de l'investissement est une autre lacune décriée par plusieurs économistes lorsque l'État accroît son degré d'interventionnisme. En effet, lorsque le gouvernement doit emprunter pour accroître ses dépenses, cela a un impact sur les taux d'intérêt et, par ricochet, sur le volume d'investissement. Cela dit, les monétaristes préfèrent à la base une règle fixe limitant la croissance de la masse monétaire aux autres types d'interventions.

VERS UN CONSENSUS POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

De prime abord, Friedman n'estimait pas nécessaire que l'État s'immisce dans l'économie, même en utilisant l'outil monétaire. Selon lui, la monnaie est une variable trop importante pour être soumise à toute manipulation, si bien intentionnée qu'elle soit. Aux yeux de Friedman, la politique monétaire idéale devait se résumer à une règle fixe de croissance monétaire.

De nos jours, les banques centrales ne se contentent évidemment pas d'une règle aussi simple. L'histoire moderne a été témoin de plusieurs difficultés à assurer une croissance constante, peu importe l'agrégat monétaire ciblé. L'hypothèse monétariste d'une demande de monnaie stable a été mise en doute. Des changements structurels dans les modes de paiement ou des innovations financières peuvent expliquer une partie de cette instabilité⁸. L'économiste Nicholas Kaldor⁹ a fourni une explication plus générale en notant qu'il n'existe pas de démarcation claire au sein de l'ensemble de la liquidité, c'est-à-dire entre ce qui est de la monnaie et ce qui ne l'est pas. Quelle que soit la définition donnée à la monnaie, il sera toujours possible de trouver une myriade d'instruments plus ou moins liquides qui pourront servir de substituts à celle-ci.

Après avoir tenté d'appliquer la recette monétariste en limitant la croissance monétaire, la plupart des banques centrales des pays industrialisés et de certains pays émergents se sont tout simplement dotées d'une cible d'inflation. Il ne s'agit toutefois pas d'un virage à 180 degrés par rapport à l'idée de base de Friedman. D'abord, une cible d'inflation précise constitue en soi une règle fixe si tous les efforts sont véritablement déployés pour la respecter. De plus, le but derrière la théorie monétariste est justement d'éviter de créer de l'inflation! C'est en quelque sorte le moyen qui diffère. Au lieu de fixer une croissance monétaire, les banques centrales ajustent les taux d'intérêt pour stimuler ou ralentir l'économie, ce qui, par ricochet, leur permet de contrôler l'inflation (figure 1 à la page 5). Le fait aussi que plusieurs banques centrales sont aujourd'hui indépendantes des gouvernements constitue un rapprochement de plus avec l'idéologie monétariste. La mécanique, par contre, s'est rapprochée un peu plus de la pensée keynésienne. Comme le mentionnait le néokeynésien Franco Modigliani¹⁰, le trait distinctif de l'école monétariste, et le véritable sujet de désaccord avec les non-monétaristes, n'est pas le monétarisme, mais plutôt le rôle qu'on devrait assigner aux politiques de stabilisation, les monétaristes préférant de loin que l'on cible l'inflation.

⁸ Par exemple, au Canada, durant les années 1970, l'augmentation de la quantité demandée de l'agrégat monétaire M1 a été beaucoup plus faible que pour les agrégats plus larges. L'agrégat M1 se limite à la demande de monnaie fiduciaire et aux dépôts à vue alors que les autres agrégats comprennent un plus grand nombre d'actifs monétaires. La création de comptes chèques à intérêt quotidien, ainsi que les virements automatiques entre les comptes chèques et les comptes d'épargne figurent parmi les innovations ayant contribué à l'accroissement de la demande de monnaie pour des agrégats plus larges, et ce, au détriment de la demande pour les actifs inclus dans M1.

⁹ Nicholas Kaldor (1908-1986), économiste britannique associé au courant postkeynésien.

¹⁰ Franco Modigliani (1918-2003), économiste italo-américain, lauréat du prix Nobel d'économie en 1985.

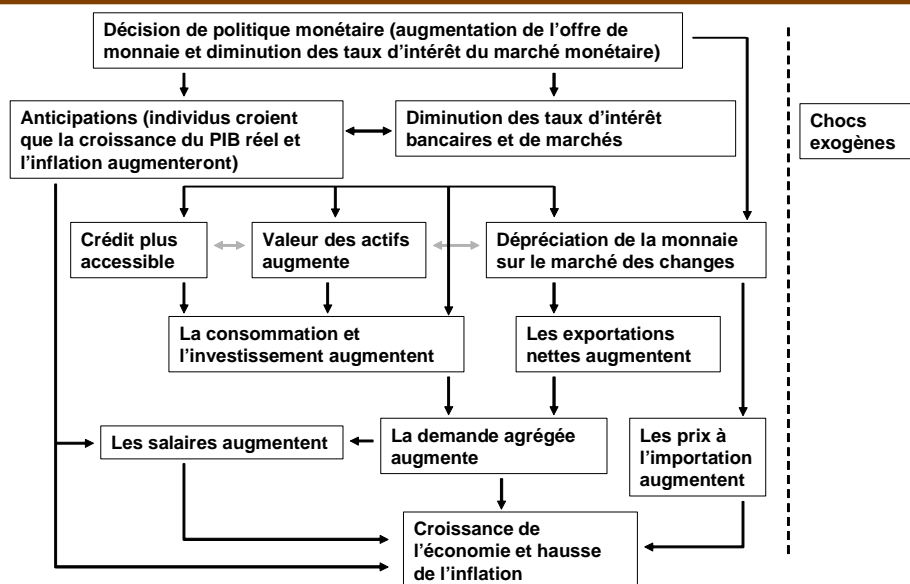
CIBLER L'INFLATION AU LIEU DU TAUX DE CHÔMAGE

La véritable victoire du monétarisme réside donc dans le fait qu'officiellement la lutte contre l'inflation a été préférée à la lutte contre le chômage. Habituellement, cette différence ne pose pas vraiment de problème, car le chômage augmente normalement en même temps que l'inflation diminue, tous deux étant le résultat d'une activité économique moindre et vice versa. Néanmoins, advenant une situation de stagflation, c'est-à-dire un épisode où l'on rencontre à la fois du chômage et de l'inflation, les monétaristes auront tendance à se méfier davantage de l'évolution défavorable des prix, tandis que leurs homologues keynésiens craindront plus les effets d'un épisode prolongé de chômage élevé. Les keynésiens défendent d'ailleurs l'hypothèse d'hystérésis voulant qu'un taux de chômage élevé ait des conséquences à long terme sur le marché du travail et l'économie en général¹¹.

Le ciblage de l'inflation s'est révélé extrêmement efficace depuis plus d'une quinzaine d'années dans plusieurs pays, dont le Canada. La stabilité des prix profite à la croissance économique et, par ricochet, favorise un taux de chômage faible (voir l'encadré 1 à la page 5 sur les avantages d'une inflation basse, stable et prévisible). De plus, une fois la crédibilité de la banque centrale établie et les anticipations inflationnistes bien ancrées, il devient encore plus facile de gérer la situation, ce qui nécessite des ajustements moins importants et surtout moins coûteux pour l'économie et la société. La récession du début des années 1980 et celle du début des années 1990 ont été en partie le prix à payer pour réduire le taux d'inflation. Les anticipations d'une inflation basse et stable étaient alors mal ancrées dans la population, ce qui a nécessité des taux d'intérêt plus élevés et un freinage plus abrupt de l'économie pour corriger la situation.

Même si l'influence monétariste a pris le dessus au cours des dernières décennies, la pensée keynésienne n'a pas été jetée pour autant à la poubelle. Une bonne partie de la mécanique keynésienne et de son cadre d'analyse demeure toujours d'actualité et continue d'être utilisée. Par ailleurs, en dépit de l'absence d'une cible de taux de chômage, plusieurs politiques gouvernementales visent la création d'emplois et la croissance économique. Les programmes d'assurance-emploi, de formation et de recherche d'emploi s'attaquent de front à la problématique du chômage ou cherchent à en minimiser les

¹¹ Selon l'hypothèse d'hystérésis, les récessions pourraient laisser des cicatrices permanentes sur l'économie en raison des impacts sur les gens contraints au chômage. Ceux-ci peuvent perdre une partie de leurs compétences, de leur savoir-faire, de leur capacité de retrouver un emploi, et cela, même après une récession. De même, une longue période de chômage peut modifier l'attitude d'une personne envers le travail, de telle sorte qu'elle pourrait souhaiter travailler moins. De ce fait, les récessions inhibent de manière permanente le processus de recherche d'emploi, ce qui contribue à maintenir un taux de chômage élevé plus longtemps.

Figure 1 – Transmission de la politique monétaire expansionniste


Source : Desjardins, Études économiques

Encadré 1
Avantages d'une inflation basse, stable et prévisible

Une inflation faible permet aux consommateurs de mieux distinguer l'évolution des prix des différents produits et services. Des décisions de consommation mieux fondées peuvent être prises, favorisant une affectation plus efficace des ressources.

La stabilité des prix réduit le coût lié à la protection contre l'inflation. Cela maintient les taux d'intérêt plus bas qu'en période d'incertitude ou de forte inflation. L'investissement et la consommation s'en trouvent avantagés.

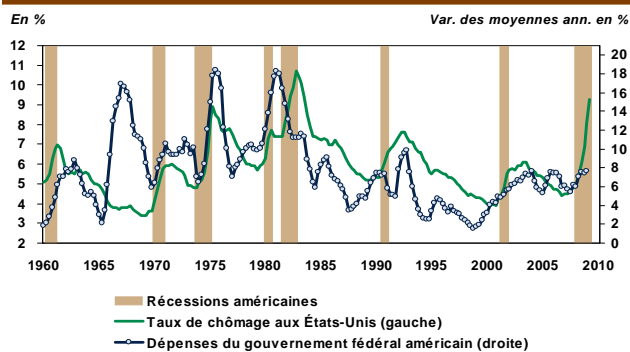
Les consommateurs et les entreprises sont davantage en mesure de planifier des projets à long terme lorsque l'inflation est faible, stable et prévisible, puisqu'ils savent que leur pouvoir d'achat ne s'érodera pas au fil des ans.

Un taux d'inflation bas et stable se renforce par lui-même. Lorsque les entreprises et les particuliers sont convaincus que le taux d'inflation sera maintenu à un niveau stable à moyen et long terme, ils sont moins enclins à réagir à des fluctuations de court terme des prix. Les revendications salariales des travailleurs et les hausses de prix des entreprises ont tendance à suivre l'inflation qui est ciblée par la politique monétaire. Des anticipations d'inflation faible facilitent la lutte contre l'inflation.

Une inflation faible protège le pouvoir d'achat des gens dont les revenus n'augmentent pas au même rythme que les prix : c'est le cas en particulier des personnes âgées et d'autres individus qui reçoivent des prestations du gouvernement, car ces prestations ne sont pas nécessairement indexées au coût de la vie. Le gouvernement peut également profiter de l'inflation pour accroître ses recettes fiscales en n'indexant pas les tables d'imposition selon l'inflation, ce qui pénalise les contribuables.

effets indésirables. De plus, sans vraiment s'en rendre compte, l'État agit comme un stabilisateur automatique des cycles économiques. Lorsque l'économie va mal, les entrées fiscales diminuent, mais le gouvernement dépense autant, même davantage pour soutenir les entreprises et les gens touchés par le ralentissement ou la récession (graphique 3). Les programmes gouvernementaux conçus pour injecter des sommes d'argent considérables dans l'économie, à l'image des fameux plans de stimulation économique actuels, sont cependant moins courants.

Graphique 3 – Les dépenses du gouvernement s'ajustent normalement à la hausse en période de troubles économiques



Sources : Department of Commerce, Bureau of Labor Statistic et Desjardins, Études économiques

UNE INTERVENTION GOUVERNEMENTALE EXCEPTIONNELLE JUGÉE NÉCESSAIRE

Dans les faits, les États-Unis semblent plus portés sur les plans de relance que d'autres pays. Au début des années 2000, le président Bush avait d'ailleurs réduit significativement les impôts pour stimuler l'économie. On se rappellera aussi les chèques de remboursement d'impôts envoyés aux Américains au printemps de 2008 pour tenter de freiner la baisse d'activité économique qui s'observait déjà. Néanmoins, les montants en jeu n'étaient pas comparables à ceux du dernier-né : le plan Obama de 787 G\$ US équivalant à environ 5,5 % du PIB américain.

La crise mondiale actuelle est particulière à bien des égards. Elle étonne surtout par la vitesse à laquelle la conjoncture s'est détériorée et par le nombre de pays qui subissent en même temps une baisse marquée de régime. Tous les pays du G7 sont tombés en récession en 2008. Les autres pays industrialisés et les pays émergents subissent les contre-coups de la crise par l'entremise d'une baisse des cours des produits de base qu'ils exportent ou par le biais des échanges commerciaux et de leur intégration au système financier international. Le taux de chômage a augmenté de façon marquée, ce qui relève les risques de déflation généralisée, alors que la variation annuelle des prix est déjà négative dans certaines régions. Afin de contrer les risques de ralentissement trop prononcés, un certain consensus est ressorti dans la

communauté internationale à l'idée que chaque pays devait mettre en place des mesures de relance équivalant à au moins 2 % de leur PIB, en plus de poursuivre leur assouplissement monétaire.

Dans certains pays, dont aux États-Unis, l'intervention des pouvoirs publics s'est aussi traduite par le sauvetage de plusieurs institutions financières d'envergure afin d'empêcher l'effondrement complet du système financier international. En effet, après l'onde de choc causée par le laisser-faire de la faillite de Lehman Brothers, les autorités ont préféré investir des centaines de milliards de dollars pour sauver les autres grandes institutions financières en difficulté. Même si ces mesures ont semblé plaire à une majorité d'experts, des réserves ont également été émises. En plus d'avoir utilisé des sommes considérables, les gouvernements se sont exposés au problème d'aléa moral qui consiste en une prise de risques accrue par les entreprises lorsqu'elles savent qu'elles pourront compter sur l'aide de l'État lors de périodes difficiles. L'étiquette du *to big to fail*, qui a été accolée à plusieurs institutions financières, a également justifié l'aide accordée au géant de l'automobile General Motors dont le principal actionnaire est maintenant le gouvernement américain. En additionnant toutes ces interventions aux plans de sauvetage, on ne peut que constater que les pouvoirs publiques ont certes voulu donner un grand coup de barre à l'économie alors que la politique monétaire seule était impuissante.

FIN DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE TRADITIONNELLE

Des craintes ont toujours subsisté selon lesquelles la politique monétaire n'est pas efficace dans toutes les situations. Le problème de la trappe à liquidité énoncée par les keynésiens est un bon exemple. Lorsque tous les ménages et entreprises qui désiraient emprunter ont déjà eu accès à tout le crédit qu'ils souhaitaient, et que le pessimisme est à son comble, la baisse du taux d'intérêt a très peu d'effets. Seule la politique budgétaire ou fiscale peut alors véritablement contribuer à la relance de l'économie. La situation actuelle diffère toutefois d'une trappe à liquidité, car la perte d'efficacité de la politique monétaire ne provient pas exclusivement d'une saturation de la demande de crédit des ménages et des entreprises. En fait, il s'agit aussi des institutions financières, particulièrement aux États-Unis, qui ont resserré les conditions de crédit malgré des taux d'intérêt directeurs très faibles. Outre une trappe à liquidité et un resserrement des conditions de crédit, un contexte déflationniste peut également nuire à l'efficacité de la politique monétaire en ne permettant pas d'abaisser les taux d'intérêt réels sous 0 % et de stimuler l'économie autant qu'il le faudrait.

Pour demeurer utiles dans ces situations particulières, les banques centrales doivent innover. Dans un discours prononcé en 2003, alors que les taux d'intérêt étaient très

faibles et que les craintes de déflation augmentaient, Ben Bernanke, alors sous-gouverneur à la Réserve fédérale (Fed), avait ouvert la porte à des mesures exceptionnelles. Suivant les enseignements de Friedman, il avait utilisé l'exemple d'un hélicoptère qui jette de l'argent du ciel pour ramener de l'inflation. La Fed n'a alors finalement pas eu à passer de la parole aux actes, mais cette image est restée accrochée à Ben Bernanke.

Après avoir abaissé leurs taux d'intérêt à près de 0 %, plusieurs banques centrales se sont récemment tournées vers des outils non traditionnels. L'illustre hélicoptère de Bernanke est cependant resté cloué au sol. Les nouvelles politiques mises en place consistent en des mesures d'assouplissement du crédit et en des achats de titres divers dont des obligations gouvernementales. L'objectif est de s'assurer que les marchés financiers ont suffisamment de liquidités et que les écarts de crédit retournent à des niveaux plus normaux. On cherche aussi à éviter la déflation que provoqueraient un renversement trop prononcé du levier d'endettement et le prolongement de la récession. Les cibles d'inflation sont d'ailleurs maintenues, et on peut penser que les actions des banques centrales n'auraient pas été aussi musclées si celles-ci avaient entrevu des risques sérieux de dépasser leurs cibles à moyen terme.

PLUSIEURS CRAINTES

Les interventions des banques centrales et des gouvernements soulèvent des inquiétudes et sont critiquées par certains économistes. Un penchant trop keynésien est souvent décrié lorsqu'un taux de chômage élevé justifie l'urgence d'agir. Des débats entourant l'efficacité des politiques, les risques inflationnistes à moyen terme et les problèmes d'endettement des pays font aussi couler beaucoup d'encre.

Inefficacité des politiques

Il y a toujours un risque que les politiques de stimulation n'aient pas les effets escomptés. Certaines théories vont même jusqu'à démontrer leur complète inefficacité. Rien ne garantit que la consommation ou l'investissement redémarrera durablement. Déjà, certains économistes croient que plusieurs pays devront adopter un deuxième plan de relance pour éviter un faux départ de l'économie, ce qui ne serait pas de bon augure pour les finances publiques. Quoi qu'il en soit, une large part des sommes prévues par les plans déjà annoncés n'a pas encore été dépensée. La patience reste de mise, d'autant plus que récemment des signes de reprise économique s'accumulent.

Une relance ne signifie toutefois pas que la situation reviendrait comme elle était avant la récession. Plusieurs économistes croient que la morosité économique pourrait durer tant et aussi longtemps que les ménages américains n'auront pas

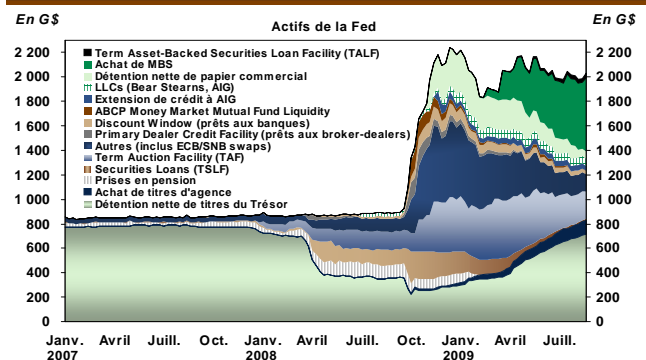
réduit significativement leur niveau d'endettement. Difficile d'imaginer un monde avec une croissance économique élevée alors que les Américains épargnent et remboursent leurs dettes! Certains voudraient bien croire que des pays comme la Chine pourraient prendre le relais. Cependant, la demande intérieure chinoise ou celle d'autres grands pays émergents est-elle suffisamment mûre pour assumer ce rôle? Plusieurs en doutent.

Étant donné que la période de chômage élevé pourrait se prolonger, certains keynésiens n'hésitent pas à suggérer de laisser augmenter l'inflation au-delà de la cible actuelle. Un taux d'inflation plus élevé aurait au moins deux effets bénéfiques. D'une part, il faciliterait la réduction des ratios d'endettement des ménages en augmentant le prix de leurs actifs et, d'autre part, il permettrait de réduire davantage les taux d'intérêt réels afin de stimuler l'investissement. À l'opposé, en plus de nuire aux créanciers déjà très touchés par la crise financière, un taux d'inflation élevé pourrait déstabiliser les anticipations inflationnistes, ce qui risquerait de ramener le climat de stagflation qui prédominait au début des années 1980. S'il advenait qu'on perde le contrôle de l'inflation, cela nécessiterait de freiner de nouveau l'économie pour rabaisser la croissance des prix à un niveau bas, stable et prévisible. Un scénario peu souhaitable.

Craintes inflationnistes

L'inflation pourrait tout de même surgir sans qu'elle soit désirée. Les mesures exceptionnelles mises en place par les banques centrales ont un impact majeur sur leurs bilans : celui de la Fed a plus que doublé en quelques mois (graphique 4). Le gonflement de la base monétaire qui en résulte irrite les monétaristes purs et durs, qui doutent du respect des cibles d'inflation à moyen terme. En principe, l'augmentation de la base monétaire cause l'expansion de la masse monétaire, génératrice d'inflation à moyen terme d'après la théorie monétariste. Cependant, comme les institutions financières accordent moins de prêts, la masse monétaire pro-

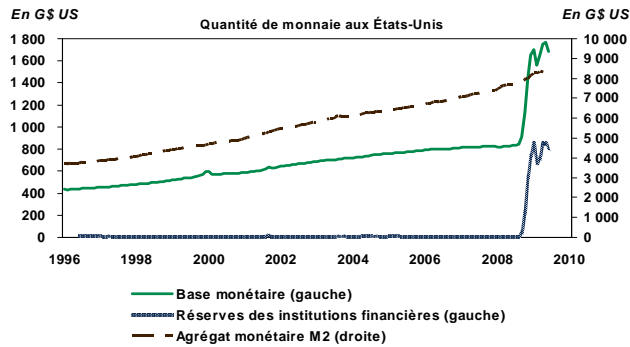
Graphique 4 – Forte expansion du bilan de la Réserve fédérale (Fed) depuis octobre 2008



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

gresse peu (graphique 5) (voir l'encadré 2 à la page 9). Le problème pourrait cependant devenir plus sérieux au fur et à mesure que les institutions financières commenceront à accorder plus de prêts et à puiser dans leurs énormes réserves excédentaires.

Graphique 5 – Les institutions financières détiennent plus de réserves, ce qui limite la croissance de la masse monétaire

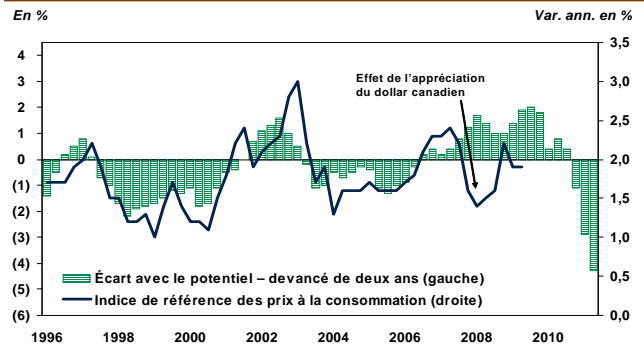


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Techniquement, les banques centrales pourront empêcher le pire d'arriver en dénouant à temps leurs interventions, ce qui ramènerait leur bilan à une taille plus normale. Plusieurs mesures devraient d'ailleurs disparaître presque automatiquement alors que le système financier poursuivra sa rémission et n'aura plus besoin de toutes ces béquilles. On peut déjà constater des replis dans l'utilisation de certaines d'entre elles. D'autres, en revanche, pourraient donner plus de fil à retordre. La Fed a, par exemple, acquis dans son bilan des titres de plus long terme, et surtout moins liquides, tels que des actifs adossés à des prêts hypothécaires. Rien ne garantit qu'elle pourra s'en départir facilement le moment voulu. Néanmoins, dans le pire des scénarios, le Trésor américain pourrait toujours racheter certains actifs de la Fed pour éviter une croissance monétaire et de l'inflation, mais cela se traduirait par un endettement public accru.

Enfin, d'autres reprochent aux banquiers centraux leur analyse « trop keynésienne » de l'inflation qui repose sur l'écart avec le PIB potentiel plutôt que sur la croissance monétaire (graphique 6). Lorsque l'économie se situe en dessous de son potentiel, il n'y a pas de pressions inflationnistes en raison de ressources et de capacités excédentaires, et vice versa. Mais, pour ceux qui ne partagent pas cette vision, il y a un risque que l'inflation remonte avant même que l'économie retourne près de son potentiel. Le récent rebond des prix des matières premières ne peut qu'amplifier ces craintes. Si celles-ci devaient se matérialiser, les banques centrales devraient avoir le courage de hausser les taux d'intérêt au moment où le taux de chômage sera encore élevé. Dans ces circonstances, les frictions entre ceux qui se préoccupent plus du chômage et ceux qui se soucient plus de l'inflation seraient très élevées.

Graphique 6 – Lorsque l'économie fluctue en dessous de son potentiel, l'inflation tend à baisser et vice versa



Sources : Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Problème d'endettement

L'inconvénient principal des politiques budgétaires et fiscales est l'accroissement de la dette publique. Les ratios dette/PIB reviendront à des niveaux inquiétants, et les gouvernements devront avoir le courage politique de s'attaquer au problème (graphique 7). Réduire les dépenses ou augmenter les impôts n'est jamais populaire, et c'est sans compter les conséquences économiques à court terme. En évitant le pire aujourd'hui, les pays devront renoncer à une partie de leur croissance économique future.

Graphique 7 – L'endettement public total des pays du G7 connaîtra un bond fulgurant d'ici 2010

Dette en % du PIB nominal		
	2008	2010
Canada	63,6	77,2
États-Unis	70,5	97,5
Japon	196,3	227,4
Allemagne	67,2	86,6
Royaume-Uni	51,9	72,7
France	67,3	80,3
Italie	105,8	121,1

Sources : Fonds monétaire international (Perspectives de l'économie mondiale, avril 2009) et Desjardins, Études économiques

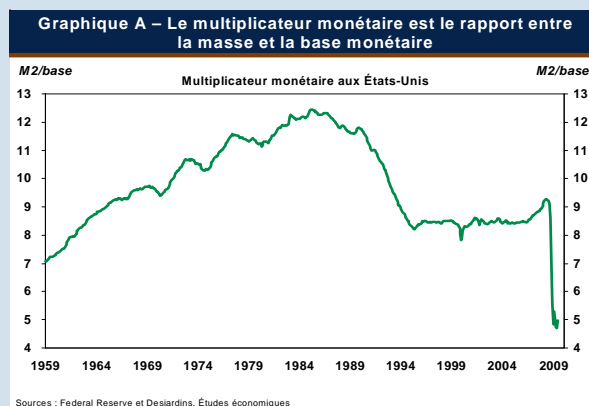
Le problème de l'endettement public paraît d'autant plus inquiétant qu'il survient à l'aube d'importants changements démographiques au sein des pays industrialisés. Un point positif toutefois : les gouvernements ont priorisé des dépenses temporaires dans leurs plans de relance. Les dépenses récurrentes, comme la création de nouveaux programmes sociaux, sont difficiles à réduire une fois la récession terminée. Les gouvernements ont aussi privilégié des dépenses dans les infrastructures publiques qui génèrent des bénéfices à la société pendant plusieurs années. Par ailleurs, les États qui ont injecté des sommes colossales dans

Encadré 2

Multiplicateur monétaire

La création de monnaie est un processus complexe et, contrairement à ce que certains pourraient croire, ce sont les institutions financières qui génèrent l'essentiel de celle-ci, non la banque centrale. Cette dernière ne contrôle que la quantité de liquidités qu'elle alloue au système financier; pour le reste, le système s'en charge! Plus précisément, de la monnaie est créée chaque fois qu'une institution financière octroie de nouveaux prêts. Une part importante de ces prêts finissent par se retrouver en nouveaux dépôts, lesquels peuvent servir à accorder de nouveaux prêts et ainsi de suite. Lorsque la banque centrale augmente le crédit au système financier à l'aide de fonds qu'elle peut elle-même créer, elle augmente les ressources financières pouvant alimenter cette chaîne d'événements. Cependant, la quantité de liquidités injectée par une banque centrale n'est pas le seul déterminant. La quantité de réserves que les institutions financières désirent conserver, ou la quantité de monnaie qui demeure sous la forme de numéraire (pièces et billets de banque) ont aussi un impact sur le processus de création de la monnaie.

Il est intéressant d'analyser le phénomène sous l'angle du multiplicateur monétaire. Ce dernier est le rapport entre la masse et la base monétaire (graphique A). La base monétaire se définit par la somme des réserves des institutions financières détenues à la banque centrale ainsi que par la somme des pièces et billets de banque en circulation. Pour un pays donné, elle correspond aussi au passif de la banque centrale. Toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation de la base monétaire conduit à une augmentation proportionnelle de la masse monétaire. Cependant, un changement dans le niveau désiré des réserves peut influencer le multiplicateur et modifier le rapport entre la masse et la base monétaire. Une augmentation du coefficient de réserve fait diminuer le multiplicateur monétaire et dans ce type de situation, il n'est pas inquiétant de voir la base monétaire exploser (voir la démonstration ci-dessous).



Soit :

B , la base monétaire définie par la somme des pièces et billets en circulation (C) et des réserves bancaires (R);

cr , le coefficient de réserve, c.-à-d. la fraction des dépôts que les institutions bancaires conservent sous forme de réserves;

cc , le coefficient d'encaisse, c.-à-d. la part des dépôts à vue (D) que les gens souhaitent détenir en espèces (C);

M , la masse monétaire définie par la somme des pièces et billets en circulation (C) et des dépôts à vue (D).

$$M = \frac{cc + 1}{cc + cr} \times B \Leftrightarrow M = m \times B$$
, où m correspond au multiplicateur monétaire*. Une hausse de cr réduit le multiplicateur m .

* **Démonstration**

$$\frac{M}{B} = \frac{C + D}{C + R} = \frac{\frac{C}{D} + 1}{\frac{C}{D} + \frac{R}{D}} = \frac{cc + 1}{cc + cr} \Leftrightarrow M = \frac{cc + 1}{cc + cr} \times B$$

des entreprises privées en difficulté (par exemple, dans certaines banques américaines ou européennes et chez les constructeurs d'automobiles) pourront éventuellement récupérer une partie de leurs deniers lorsqu'ils choisiront de se retirer de ces sociétés.

QUI AURA LE DERNIER MOT?

La crise actuelle aura ramené à l'avant-scène des débats concernant le choix des politiques de stabilisation économique, leur efficacité et leur cible. Les mesures extraordinaires qui ont été nécessaires pour éviter le pire demeurent pour l'instant accompagnées de plusieurs craintes. Bien que celles-ci semblent toutes fondées, l'ampleur réelle des problèmes qui pourraient survenir dépend de plusieurs facteurs difficiles à prévoir comme la vitesse et la facilité avec laquelle les banques centrales pourront dénouer leurs interventions ou encore la réponse des agents économiques aux plans de stimulation économique. Somme toute, le problème de l'endettement public élevé semble inévitable, et il est donc le plus susceptible d'affecter négativement la croissance économique au cours des années à venir.

Il apparaît très probable qu'une fois la crise passée, la politique monétaire basée sur l'ajustement des taux d'intérêt et sur une cible d'inflation basse, stable et prévisible sera encore préférée à toute autre mesure. Cette approche a fait ses preuves, et son manque d'efficacité pour endiguer seule la crise actuelle n'est pas suffisant pour la remettre en question, d'autant plus que les circonstances demeurent exceptionnelles. Au plus, le choix des cibles pourrait faire l'objet de discussions. Il serait aussi préférable à l'avenir d'accorder une plus grande importance à l'état des marchés financiers et aux risques qu'ils infligent à l'économie. L'hypothèse des marchés financiers efficients a été mise à rude épreuve dernièrement. Les keynésiens, qui sont beaucoup plus portés à tenir compte d'imperfections de toutes sortes dans leurs analyses, auront donc gain de cause sur certains aspects liés à la mécanique de notre environnement économique.

Les débats économiques ne seront pas clos pour autant alors que d'autres façons de faire apparaissent. Le monde économique et financier se complexifie, et d'autres défis se pointent à l'horizon, ce qui alimentera de futures discussions. Déjà, il est question de repenser le système financier international. Des pays comme la Chine, qui désire remplacer le dollar américain à titre de monnaie étalon, ou la France, qui veut réformer le capitalisme, ont annoncé leurs couleurs. La conception des modèles économiques, aussi complexes qu'ils soient après des décennies de progrès, est également au menu des discussions : la plupart des modèles ne mettraient pas suffisamment d'accent sur l'impact des marchés financiers et leurs imperfections.

D'autres courants de pensée sont aussi appelés à émerger prochainement ou à connaître une hausse de popularité. Certaines écoles étudient en profondeur le rôle que devrait jouer l'État dans une économie. Plusieurs entreprises privées ont récemment été nationalisées pour éviter leur disparition, et l'on peut se demander quel impact cela aura sur leur gestion et leur rentabilité à plus long terme. Les gouvernements devraient-ils se départir rapidement de leurs avoirs dans ces entreprises? Les problèmes d'endettement public nécessiteront certainement plusieurs réformes, surtout avec le vieillissement de la population des pays industrialisés. D'autres écoles se pencheront davantage sur la dynamique des échanges commerciaux : ceux-ci doivent-ils être basés uniquement sur des avantages financiers, ou doivent-ils aussi reposer sur l'équité entre les travailleurs, le respect de l'environnement et le développement durable? La crise actuelle semble également vouloir se traduire par l'émergence de nouvelles clauses protectionnistes, qui sont plus faciles à défendre avec des arguments politiques qu'avec des arguments économiques. De nouveaux marchés connaîtront aussi un essor, comme celui du carbone notamment. Comment ces marchés devront-ils être réglementés? Qui devra y participer? D'autres solutions seraient-elles préférables? Autant de questions dont les réponses sont encore loin de faire l'unanimité.

Hendrix Vachon
Économiste