

Les banques centrales ne sont pas complètement à court de munitions Il serait toutefois difficile d'en faire davantage sans briser certains tabous et sans la collaboration des gouvernements

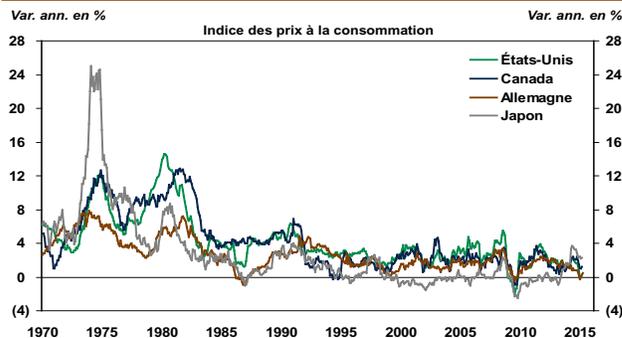
Les dernières années ont été marquées par des politiques monétaires de plus en plus agressives, voire inédites, de la part de plusieurs banques centrales. En Europe, l'utilisation de taux directeurs négatifs et les achats de titres financiers ont même amené plusieurs taux d'intérêt en territoire négatif. Si les outils traditionnels liés aux taux d'intérêt et au crédit semblent pratiquement épuisés, les banques centrales pourraient théoriquement utiliser des outils beaucoup plus directs pour soutenir l'économie et gonfler l'inflation. Elles pourraient par exemple utiliser réellement la planche à billets pour financer des dépenses publiques ou des baisses d'impôt. De telles politiques seraient toutefois extrêmement risquées et ne seraient envisageables qu'en situation catastrophique. Sans aller aussi loin, les banques centrales pourraient tenter d'inciter davantage les gouvernements à stimuler l'économie en cas de nouvelle dégradation de la conjoncture.

LES BANQUES CENTRALES ONT DÛ FAIRE PREUVE D'AUDACE

La dernière crise financière a entraîné une véritable révolution des politiques monétaires dans les économies avancées. Avant la crise, les grandes banques centrales mettaient en place leurs politiques monétaires, essentiellement en variant leurs taux d'intérêt directeurs, ce qui leur permettait de contrôler les taux d'intérêt de court terme et d'influencer les taux de plus long terme. Puisque des taux plus bas favorisent une expansion du crédit, les banques centrales réussissaient à influencer le rythme de croissance de l'activité économique et à maintenir le taux d'inflation près du niveau souhaité. Ce modèle basé sur des cibles d'inflation semblait efficace dans toutes les économies avancées, à une exception (graphique 1). Seule la Banque du Japon (BoJ) était incapable de ramener l'inflation près des niveaux ciblés, mais cela semblait surtout attribuable aux importants problèmes structurels dans ce pays (mauvaise santé financière des banques, endettement public excessif...) plutôt qu'à une mauvaise politique monétaire.

Face à la pire crise depuis la dépression des années 1930, certaines banques centrales se sont retrouvées en 2008 dans une situation où les taux directeurs ne semblaient plus des instruments suffisants pour remplir leur mandat.

Graphique 1 – L'inflation a été bien contrôlée depuis l'adoption de cibles d'inflation dans les années 1990



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Même après avoir diminué au maximum leurs taux, elles jugeaient avoir besoin d'une politique monétaire plus expansionniste pour stimuler l'activité économique et éviter une baisse généralisée des prix. Les grandes banques centrales se sont surtout tournées vers deux mécanismes. La Réserve fédérale (Fed), la Banque d'Angleterre (BoE), la BoJ et, plus récemment, la Banque centrale européenne (BCE) ont acheté massivement des titres financiers pour soutenir leur prix et entraîner une diminution des taux d'intérêt de long terme, des politiques qualifiées souvent

d'assouplissement quantitatif. Plusieurs banques centrales se sont aussi tournées vers des indications prospectives (*forward guidances*) pour signaler l'évolution future de leur politique monétaire. Ces mesures non conventionnelles étaient essentiellement un prolongement de la politique monétaire d'avant crise. Elles permettaient de continuer d'exercer des pressions baissières sur les taux d'intérêt une fois que les taux directeurs avaient atteint leur limite inférieure (graphique 2).

Graphique 2 – Même si le taux directeur américain a atteint son creux à la fin de 2008, le recul des taux obligataires s'est poursuivi



* Premier assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

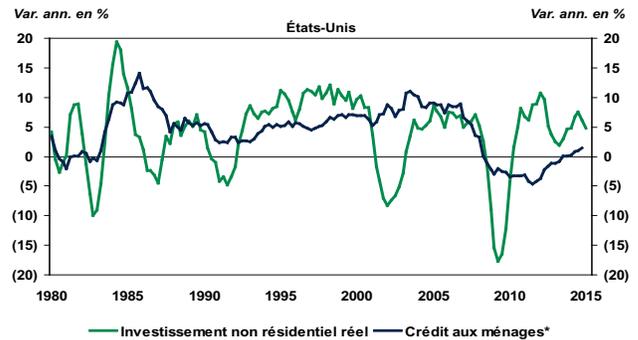
Certaines banques centrales européennes sont allées plus loin en abaissant certains de leurs taux directeurs en territoire négatif¹. Initialement, il s'agissait seulement du taux payé sur les dépôts des institutions financières à la banque centrale. Récemment, les taux au jour le jour ont cependant aussi été abaissés en territoire négatif en Suisse et en Suède pour contrer les pressions haussières sur leur devise et lutter contre la déflation.

UN SUCCÈS LIMITÉ

Les dernières années ont montré que les banques centrales étaient capables de contourner le problème de la borne zéro des taux d'intérêt pour assouplir davantage leurs politiques monétaires. En même temps, l'expérience récente a fait ressortir les limites des politiques monétaires basées sur les taux d'intérêt. Malgré la baisse spectaculaire des taux, la reprise économique a été généralement décevante et les craintes de déflation n'ont pas été complètement éliminées. Le débat est loin d'être réglé en ce qui concerne l'efficacité des mesures quantitatives mises en place par les banques centrales, mais on peut déjà conclure que l'effet direct des bas taux d'intérêt sur le crédit et l'investissement a été relativement limité (graphique 3). La majorité des effets positifs de ses mesures semble plutôt être venue du gonflement de la valeur de certains actifs financiers, en particulier des

¹ Nous publierons prochainement un *Point de vue économique* sur les taux négatifs.

Graphique 3 – La chute des taux d'intérêt n'a pas entraîné d'explosion de l'investissement ou du crédit

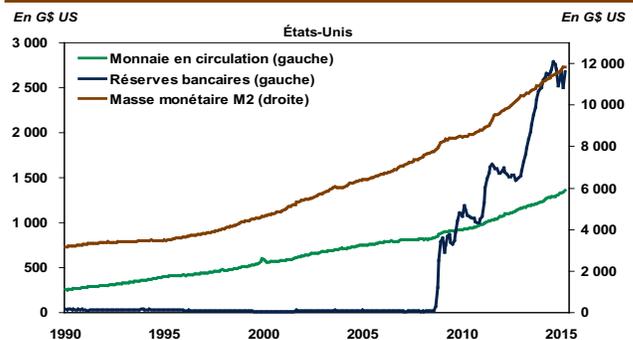


* Déflaté par le déflateur des dépenses de consommation.
Sources : Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

titres boursiers, et de leur impact baissier sur les devises, deux mécanismes de transmission de la politique monétaire sur lesquels il est risqué pour les banques centrales de trop s'appuyer.

L'évolution de la masse monétaire américaine au cours des dernières années montre bien que les mesures extraordinaires de la Fed ont eu un impact limité sur la quantité d'argent en circulation (graphique 4). Dans ce contexte, il est faux de dire que la Fed a utilisé la planche à billets pour inonder l'économie américaine de nouvel argent depuis 2008. Il serait plutôt correct de dire qu'elle a procédé à des achats massifs d'obligations qui ont entraîné un gonflement de son bilan, des réserves des banques et de la valeur de plusieurs actifs financiers ainsi qu'une baisse marquée des taux obligataires.

Graphique 4 – Les actions de la Réserve fédérale ont fait exploser les réserves bancaires, mais pas la masse monétaire



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

DIFFICILE D'EN FAIRE DAVANTAGE EN ABAISSANT LES TAUX D'INTÉRÊT

Même si la santé de l'économie mondiale demeure fragile, il est encourageant de voir que les perspectives économiques s'améliorent dans la plupart des économies avancées. L'économie américaine a pratiquement stagné au premier

trimestre de 2015, mais cela reflète en bonne partie des facteurs temporaires. À l'image de l'an dernier, la croissance américaine devrait ainsi rebondir rapidement, profitant de la situation favorable dans laquelle se retrouvent les ménages américains. Grâce aux mesures stimulatrices très agressives de la BCE et à la faiblesse de l'euro, l'économie eurolandaise semble enfin vouloir sortir de sa torpeur. La faiblesse du yen devrait aussi apporter un certain soutien à l'économie japonaise. Dans ce contexte et alors que les craintes de déflation découlant de l'effondrement des prix du pétrole l'an dernier semblent en voie de se dissiper, rien n'annonce que les grandes banques centrales devront procéder prochainement à de nouveaux assouplissements de leur politique monétaire. Au contraire, la question est plutôt de savoir quand la Fed commencera à relever ses taux directeurs et si la BCE mettra fin plus tôt que prévu à ses achats d'obligations.

Les dernières années ont toutefois montré qu'il faut être prudent dans notre optimisme. À plusieurs reprises depuis 2009, l'économie mondiale a semblé prendre du mieux avant de connaître une nouvelle période de faiblesse. Les banques centrales doivent ainsi être prêtes à réagir en cas d'une nouvelle détérioration des perspectives concernant la croissance économique ou l'inflation. Si une simple dégradation de la conjoncture survenait, les banquiers centraux se tourneraient sans doute vers les mêmes outils qu'ils ont utilisés récemment, soit des baisses des taux directeurs ou de nouveaux achats de titres financiers, ce qui entraînerait probablement les taux obligataires à de nouveaux creux.

Tout indique cependant que ces outils seraient insuffisants dans le cas d'un choc majeur, par exemple une crise financière similaire à celle de 2008. Pour assouplir leur politique monétaire, les grandes banques centrales pourraient être tentées d'abaisser leurs taux directeurs davantage en territoire négatif. Il est cependant difficile d'imaginer que ces baisses supplémentaires auraient un effet positif significatif sur la croissance économique ou sur les anticipations d'inflation, surtout dans un contexte de panique financière où la chute de la confiance des consommateurs et des entreprises limiterait fortement la demande de crédit. De tels taux négatifs seraient aussi très inquiétants pour le secteur financier et ils risqueraient ainsi de nuire à l'offre de crédit. Des taux de dépôt fortement négatifs pourraient aussi inciter les épargnants à retirer leurs argents des banques et à développer d'autres façons moins coûteuses de garder leurs épargnes (argent comptant, coffrets de sûreté, placements dans des juridictions étrangères). Notons qu'en cas de crise mondiale, l'effet stimulateur des taux négatifs liés à la dépréciation de la devise locale ne pourrait pas aider tous les pays en même temps.

LES TAUX D'INTÉRÊT SONT DES OUTILS INEFFICACES EN CAS DE TRAPPE DE LIQUIDITÉ

À la lumière des événements des dernières années, on peut ainsi facilement imaginer une situation où les banques centrales se retrouveraient dans une situation où les outils, conventionnelle ou non, liés aux taux d'intérêt seraient insuffisants pour contrer les forces déflationnistes. Depuis la dépression des années 1930 et les travaux de Keynes, la théorie économique est bien consciente qu'une telle situation peut se produire, particulièrement lorsque l'économie tombe dans une trappe de liquidité où le crédit et l'investissement ne réagissent plus au niveau des taux d'intérêt. L'effet mitigé des politiques monétaires très agressives des dernières années laisse à penser que l'économie mondiale est tombée dans une situation qui s'approchait d'une trappe de liquidité à la suite de la crise de 2008.

En théorie, il serait facile de créer de l'inflation même en situation de trappe de liquidité dans un système monétaire fiduciaire où rien ne contraint la capacité du gouvernement à accroître la quantité de monnaie. Une banque centrale, appuyée par son gouvernement, n'aurait qu'à réellement utiliser la planche à billets pour inonder son économie de devise. Milton Friedman a utilisé l'expression *helicopter drop* en 1969 pour parler de cette option que nous qualifierons de stimulation monétaire directe (SMD) dans le reste de ce texte. Un exemple extrême serait d'envoyer un chèque de quelques milliers de dollars à chaque habitant du pays chaque mois. Dans un tel cas, une explosion des prix serait inévitable alors que les consommateurs comprendraient que la valeur réelle de la monnaie qu'ils détiennent est vouée à diminuer. Ils s'empresseraient alors de dépenser l'argent reçu et ils seraient prêts à payer beaucoup plus cher pour acquérir des biens réels. Lors d'un important discours en 2002², Ben Bernanke n'hésitait pas à affirmer que : « *under a paper-money system, a determined government can always generate higher spending and hence positive inflation* ».

UTILISER LA PLANCHE À BILLETS EN PRATIQUE

Dans la réalité une banque centrale pourrait difficilement décider seule de commencer à envoyer des chèques à la population, tant pour des raisons légales que pour des questions de légitimité. Une coordination avec le gouvernement serait ainsi souhaitable, voire nécessaire, avant de procéder à une SMD. Dans ce contexte, la façon la plus réaliste d'injecter directement de l'argent dans l'économie serait que le gouvernement procède à une importante baisse d'impôt

² Commentaires du gouverneur de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, devant le National Economists Club (Washington, D.C.) le 21 novembre 2002 : « Deflation: Making sure "It" doesn't happen here », www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/default.htm.

qui serait directement financée par la banque centrale³. Pour financer la baisse d'impôt, le gouvernement pourrait émettre des obligations ayant une échéance infinie et ne payant aucun intérêt qui seraient achetées par la banque centrale, en créant de la nouvelle monnaie. De cette façon, la baisse d'impôt n'entraînerait aucune détérioration de la situation financière du gouvernement et ainsi ne ferait pas craindre une remontée future des impôts⁴. La notion d'irréversibilité des SMD est essentielle pour assurer leur efficacité. Une telle baisse d'impôt aurait clairement un effet positif sur la consommation, du moins en terme nominal, et permettrait ainsi d'exercer des pressions haussières sur l'inflation sans utiliser le canal de transmission des taux d'intérêt et du crédit. De la même manière, une banque centrale pourrait financer directement des dépenses ou des investissements publics. L'effet sur la consommation et l'inflation serait moins direct, mais cela permettrait tout de même de soutenir l'activité économique de façon efficace sans passer par les mécanismes de transmission habituels de la politique monétaire.

POURQUOI LES SMD SONT UN TABOU MAJEUR POUR LES BANQUES CENTRALES?

Si les banques centrales possèdent dans leur arsenal un outil efficace pour stimuler l'activité et éliminer les risques de déflation, pourquoi ne l'ont-elles pas utilisé au cours des dernières années? La réponse est que l'utilisation de la planche à billets pour financer des dépenses publiques briserait plusieurs des tabous de la politique monétaire moderne et serait même illégale dans certains cas. Comme nous l'avons dit précédemment, une SMD devrait être irréversible pour maximiser son efficacité. Cela voudrait dire que la banque centrale ne pourrait pas faire marche arrière si sa stimulation se révélait trop efficace et que des pressions inflationnistes trop fortes apparaissaient. La mise en place de SMD forcerait ainsi les banques centrales à mettre de côté leur objectif d'inflation, du moins temporairement. La coordination avec le gouvernement signifierait aussi une diminution dangereuse de l'indépendance des banques centrales.

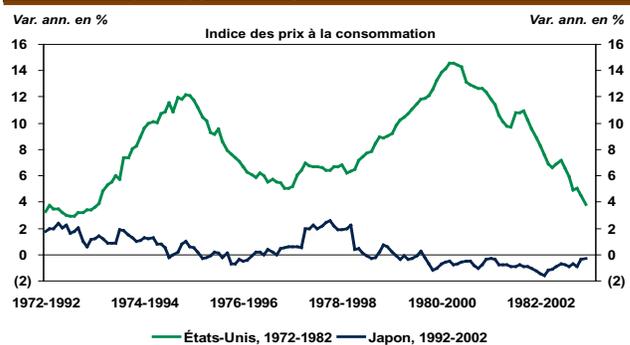
Les cibles d'inflation et l'indépendance étant deux des principaux piliers de la politique monétaire moderne, on comprend la réticence des banquiers centraux à mettre en place, voire à envisager des SMD. Le gouverneur de la BoE, Mark Carney, a ainsi répondu à un journaliste en novembre 2014 qu'il ne voyait aucune circonstance où il

serait approprié pour une banque centrale d'un pays avancé d'avoir recours à l'hélicoptère⁵. Les principales raisons derrière cette fin de non-recevoir est l'irréversibilité de ce type de mesures et le fait qu'elles risqueraient d'enlever toute discipline à la politique fiscale. La réticence des banquiers centraux est aussi justifiée par le fait que l'histoire a été marquée par plusieurs épisodes où l'utilisation de la planche à billets pour financer des dépenses publiques a entraîné une flambée désastreuse de l'inflation (l'expérience allemande du début des années 1920, le Zimbabwe durant les années 2000...). Pour cette raison, même les partisans des SMD jugent qu'elles devraient être encadrées de façon stricte⁶.

UN GLISSEMENT VERS LES SMD EST-IL DÉJÀ AMORCÉ?

Pour une banque centrale moderne, une véritable SMD est l'équivalent de l'arme atomique pour l'armée américaine, soit une composante essentielle de son arsenal, mais qu'elle espère ne jamais utiliser. En théorie, la seule possibilité des SMD devrait être suffisante pour assurer qu'une véritable déflation ne s'installe pas dans un système de monnaie fiduciaire. Dans les faits, nous ne connaissons pas d'exemple de crise déflationniste majeure dans une économie utilisant une monnaie de papier flottante. L'exemple japonais ne représente pas un contre-exemple puisque la déflation dans ce pays est toujours demeurée assez limitée (graphique 5), ce qui explique que la BoJ n'a jamais eu recours à une SMD.

Graphique 5 – L'ampleur de la déflation japonaise des années 1990 est faible par rapport aux épisodes de flambée inflationniste



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

³ En 2003, Ben Bernanke proposait cette solution pour le Japon dans son discours : « Some Thoughts on Monetary Policy in Japan », www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030531/.

⁴ La théorie des équivalences ricardiennes avance qu'une baisse d'impôt risque d'être épargnée plutôt que dépensée, et ainsi de ne pas avoir d'effet sur la demande, si les ménages craignent une remontée future des impôts.

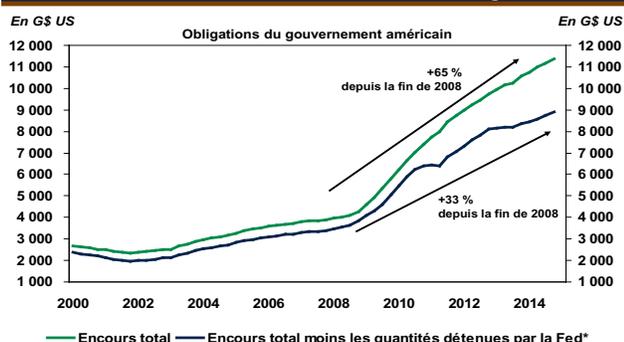
⁵ Conférence de presse suivant la publication du *Rapport sur l'inflation* du 12 novembre 2014, www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2014/conf121114.pdf.

⁶ Voir par exemple : Adair Turner, « Debt money and Mephistopheles : How do we get out of this mess? », Cass Business School, 6 février 2013, 46 p., www.fsa.gov.uk/static/pubs/speeches/0206-at.pdf.

Si une politique officielle d'hélicoptère est difficilement envisageable, cela ne veut pas dire que les banques centrales ne pourraient pas utiliser plus subtilement ce type d'outils pour soutenir l'activité économique. Rappelons que lors d'une SMD, le rôle de la banque centrale est essentiellement de créer de la monnaie et de l'utiliser pour acheter des obligations gouvernementales. Dans les faits, c'est exactement ce que les banques centrales font depuis quelques années lorsqu'elles achètent massivement des obligations gouvernementales. Bien sûr, les banques centrales achètent des titres normaux, qui paient des intérêts, sur les marchés secondaires. La plupart des banques centrales faisant partie du gouvernement, ou retournant leurs profits aux gouvernements, celui-ci finit cependant par se payer des intérêts à lui-même. Le fait que les obligations soient achetées sur le marché secondaire plutôt que sur le marché primaire ne change aussi rien, en pratique, sur l'effet des achats sur les contraintes de financement du gouvernement.

L'évolution de l'encours d'obligations du gouvernement américain montre bien l'impact majeur des achats de la Fed sur ses besoins de financement externe (graphique 6). Sans les achats de la Fed, les autres investisseurs auraient dû augmenter leur détention d'obligations américaines de 65 % depuis la fin de 2008, plutôt que de 33 %. Cela combiné à la baisse spectaculaire des taux obligataires, résultant en bonne partie des actions des banques centrales, a certainement augmenté la marge de manœuvre financière du gouvernement américain au cours des dernières années. La situation est similaire dans les autres économies où les banques centrales ont fait des achats quantitatifs. Étant donné l'internationalisation des marchés financiers, la baisse des taux obligataires découlant des politiques quantitatives a aussi aidé la situation budgétaire dans des pays où les banques centrales n'ont pas acheté d'obligations, par exemple au Canada.

Graphique 6 – Les achats de la Fed* ont réduit d'environ 50 % la hausse des besoins externes de financement du gouvernement



* Réserve fédérale.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Certains accusent ainsi les banques centrales de déjà monétiser la dette de leur gouvernement. La Fed reconnaît que ses actions peuvent ressembler à de la monétisation de la dette. Pour les dirigeants de la Fed, cette perception est toutefois fautive. Premièrement, ils argumentent qu'il ne s'agit pas de monétisation puisque le but des achats n'était pas d'aider le gouvernement à financer ses dépenses, mais plutôt d'abaisser les taux d'intérêt pour respecter leurs objectifs concernant l'inflation et le taux de chômage. Deuxièmement, et de façon plus convaincante, ils rappellent qu'ils ont toujours insisté sur le fait que leurs achats de titres étaient temporaires et que la Fed possédait tous les outils nécessaires pour resserrer les conditions monétaires en cas d'émergence de pressions inflationnistes. Le deuxième argument pourrait expliquer pourquoi les achats quantitatifs des dernières années n'ont pas entraîné des politiques fiscales très expansionnistes jusqu'à maintenant, alors que les gouvernements ne peuvent se fier sur leur banque centrale comme une source permanente de financement. Notons cependant que la Fed signale maintenant qu'elle n'envisage pas de réduire rapidement sa détention d'obligations et que certains experts, dont Ben Bernanke, avancent que la Fed devrait considérer l'option de rendre permanente une bonne partie de l'expansion de la taille de son bilan. Une telle décision rapprocherait encore plus les achats quantitatifs des dernières années d'une véritable SMD.

LA SOLUTION À UNE NOUVELLE CRISE POURRAIT VENIR DAVANTAGE DE LA POLITIQUE FISCALE

En résumé, nous sommes d'avis qu'il serait difficile pour les grandes banques centrales de combattre l'apparition de nouvelles forces déflationnistes sérieuses dans le contexte actuel. Le mécanisme habituel de transmission de la politique monétaire, par l'entremise des taux d'intérêt et du crédit, a été relativement peu efficace depuis la crise et il deviendrait probablement totalement inefficace dans le cas d'une nouvelle crise majeure. L'utilisation de taux d'intérêt très négatifs ne paraît pas une option réaliste puisque cela risquerait d'avoir plus d'effets néfastes que positifs.

Avant d'avoir recours à une SMD, les banques centrales essaieraient certainement d'autres façons de stimuler l'économie, par exemple en achetant en éventail plus large de titres financiers. L'efficacité de telles mesures est cependant loin d'être assurée et des obstacles légaux où politiques risqueraient de rapidement limiter la capacité d'action des banques centrales. À ce point, si les pressions déflationnistes demeuraient trop importantes, il deviendrait très tentant pour les banques centrales de franchir un pas de plus vers les SMD en encourageant les gouvernements à mettre en place des mesures fiscales stimulatrices. On pourrait, par exemple, imaginer une déclaration commune des grandes banques centrales, idéalement appuyées par des organismes

internationaux comme le Fonds monétaire international (FMI), voulant que le contexte économique particulièrement difficile justifie de mettre en place d'importantes baisses d'impôt ou d'importants programmes d'investissement. En continuant d'acheter des obligations ou en fixant un plafond sur les taux obligataires, comme l'a fait la Fed dans les années 1940, les banques centrales pourraient s'assurer que les gouvernements qui choisiraient d'agir ne seraient pas pénalisés par les marchés.

On peut ainsi facilement imaginer une situation où des banques centrales qui se retrouveraient à court d'outils tenteraient d'inciter le gouvernement à prendre la relève. Cela n'est pas problématique en soi puisque la politique fiscale, tout comme la politique monétaire, est un outil traditionnel servant à lutter contre les récessions. Un des problèmes des dernières années est que les banques centrales se sont retrouvées souvent seules à lutter, ce qui explique qu'elles ont dû faire preuve de plus en plus d'imagination. Si une nouvelle crise venait à frapper dans le contexte actuel, elles pourraient difficilement en faire plus sans compromettre davantage certains de leurs principes.

La bonne nouvelle est que l'amélioration des perspectives économiques dans plusieurs économies avancées permet d'espérer que les banques centrales commenceront progressivement à normaliser leurs politiques monétaires au cours des prochains trimestres. Cela devrait leur permettre de retrouver une certaine marge de manœuvre en relevant leurs taux directeurs et ainsi de s'appuyer sur les mécanismes traditionnels de politique monétaire lors du prochain ralentissement économique.

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal