



Argent et dette : Les banques centrales « empruntent-elles » à la Théorie monétaire moderne?

Jules Boudreau, MA

Économiste

Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Les réponses budgétaires et monétaires à la crise de la COVID ont entraîné des déficits publics et une impression d'argent sans précédent. Ces recommandations de politiques semblent concorder avec celles de la Théorie monétaire moderne (TMM), une théorie macroéconomique hétérodoxe qui met l'accent sur le potentiel de dépenses (presque) illimité des gouvernements des marchés développés. **Cependant, même si les réactions politiques à la crise peuvent sembler justifier la TMM, cette théorie n'est toujours pas adoptée de manière générale.** Trois faits montrent que les banques centrales n'ont pas adopté un virage vers la TMM : (1) l'inflation continue d'être leur principal objectif (2) elles n'ont pas perdu leur indépendance et (3) la majorité de leurs règles et outils de l'ère de la COVID sont encore essentiellement « conventionnels ».

1. L'inflation constitue le principal différend

La thèse principale de la TMM est que le gouvernement d'un pays ayant sa propre monnaie n'aura jamais explicitement à manquer à ses obligations en matière de dette. Il peut financer des déficits toujours croissants en demandant à sa banque centrale d'imprimer de l'argent et d'acheter des obligations d'État sans intérêt directement du gouvernement, ce qui permet de générer des réserves de trésorerie à partir desquelles le Trésor peut financer ses dépenses quotidiennes. La TMM accorde une grande importance à l'idée que les gouvernements ne devraient pas s'inquiéter d'un défaut de paiement explicite, ce qui a sans aucun doute apporté une contribution positive à la politique publique et déplacé l'attention des politiciens du risque de défaut de paiement de la dette à court terme vers des questions plus importantes. La crise presque catastrophique du « plafond de la dette » lors de la deuxième administration Obama aurait pu être évitée si les responsables politiques avaient compris que la marge de manœuvre budgétaire n'était pas un problème à court terme. Bien avant la création de la TMM, les économistes des deux côtés de l'éventail politique ont convenu qu'il était possible d'éviter un défaut de paiement explicite. La partie controversée de la TMM porte sur ce qui se passe à long terme lorsque les gouvernements accumulent de la dette financée par de l'argent.

Selon la pensée économique conventionnelle, les dépenses financées par de l'argent entraînent invariablement de l'inflation. Étant donné que la capacité de production est limitée par la rareté des ressources, dont la main-d'œuvre, le capital, le terrain et les ressources naturelles, les gouvernements doivent surenchérir sur le secteur privé qui, autrement, utiliserait ces ressources pour produire des biens privés. En fin de compte, ils finissent par payer des prix plus élevés proportionnellement à la nouvelle monnaie créée, ce qui génère ainsi une spirale inflationniste. Alors, même si le gouvernement ne manque pas explicitement à ses obligations de remboursement de la dette, l'inflation à long terme entraîne une défaillance implicite, et la dette publique perd sa valeur pour les prêteurs. Les partisans de la TMM soutiennent que même si l'inflation n'est pas théoriquement impossible, elle est très peu probable parce que les économies disposent d'une immense capacité de production inutilisée. Selon eux, l'inflation ne devrait pas constituer une préoccupation de premier ordre. Si elle finit par le devenir, les autorités budgétaires, et non les banques centrales – devront s'en occuper.

Les banques centrales ne pensent certainement pas que l'inflation peut être négligée. Presque toutes les banques centrales des marchés développés ont établi une cible d'inflation comme objectif principal. Les politiques monétaires souples que nous avons observées depuis la crise financière mondiale visent à faire monter l'inflation. La Réserve fédérale américaine (Fed), la rare banque centrale des marchés développés qui a un double mandat, est allée de l'avant avec de l'assouplissement quantitatif en grande partie parce que l'inflation était inférieure à son objectif. En effet, l'inflation obstinément faible aux États-Unis s'explique en partie par le fait que la Fed a réussi à stabiliser l'inflation par le passé. Les banques centrales continuent de consacrer d'importantes ressources au suivi des attentes d'inflation, afin de s'assurer qu'elles ne se désancrent pas et ne provoquent pas une spirale inflationniste incontrôlée. De plus, les responsables de la Fed et de la Banque du Canada continuent d'évoquer les taux d'intérêt neutres et les écarts de production comme arguments lors de leurs conférences de presse, deux mesures peu pertinentes dans un cadre de TMM, dans lequel les économies n'ont pas une capacité de production inutilisée.

La stabilité des prix restera un objectif des banques centrales – même après dix ans d’inflation faible – parce qu’elles ont dû faire le plus gros du travail la dernière fois que l’inflation est montée en flèche (graphique 1). Aux États-Unis, la Fed a dû fortement augmenter ses taux pour contrer l’inflation élevée générée en partie par le financement par le gouvernement des efforts militaires des États-Unis dans la guerre du Vietnam. La Fed n’a pas oublié les dangers possibles de l’inflation, même si ces dangers n’ont pas fait surface depuis quelques décennies. L’inflation est difficile à prévoir. Lorsqu’elle fait son apparition, comme ce fut le cas dans les années 1970, elle est généralement imprévue et arrive trop brusquement pour que les autorités budgétaires puissent s’en occuper.

Graphique 1. | L’inflation aux États-Unis a suivi la tendance de la masse monétaire depuis 1885 (moyennes sur 10 ans)



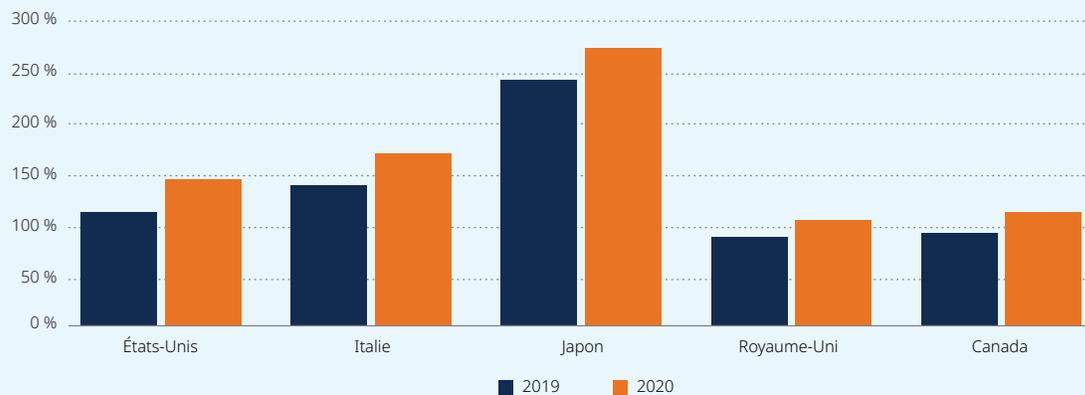
Notes : L’inflation est la croissance du déflateur du PNB. Les données de 1885 à 1983 sont de Robert J. Gordon, « The American Business Cycle » <http://data.nber.org/data/abc/>. Les données de 1885 à 2020 sont du BEA (inflation) et de la Réserve fédérale (M2), par Bloomberg.

2. Les banques centrales continuent d’être indépendantes

La principale politique de la TMM de dépenses financées par de l’argent repose sur la collaboration des gouvernements et des banques centrales. Les gouvernements ont besoin d’une garantie que les réserves bancaires continueront indéfiniment à être versées au Trésor. Rien n’indique que les banques centrales aient conclu ce type de contrat, explicitement ou implicitement. La critique de Donald Trump à l’égard du président de la Fed Jay Powell en 2018 et en 2019 pour avoir gardé les taux trop élevés souligne la séparation continue entre l’autorité monétaire et le gouvernement.

Une érosion de cette indépendance est certainement possible à l’avenir. Avec le gonflement des niveaux de dette publique (graphique 2), les gouvernements pourraient progressivement augmenter la pression sur les banques centrales pour qu’elles maintiennent des conditions d’emprunt favorables. Et parce que les élus ont le dernier mot, l’indépendance est loin d’être permanente. Mais en 2020, aucun signe concret ne pouvait être observé que les banques centrales avaient sacrifié leur mandat de stabilisation économique pour financer la dette publique à long terme.

Graphique 2. | Le gonflement de la dette pourrait faire pression sur l'indépendance des banques centrales (dette publique générale brute en tant que part du PIB)



Notes : Dette publique générale en tant que part du PIB, estimations du FMI, juin 2020.

3. Les règles monétaires et les outils dans l'ère de la COVID sont principalement « conventionnels »

Enfin, même si les banques centrales partout dans le monde ont intensifié leurs interventions au cours des six derniers mois, les règles qu'elles suivent et les outils qu'elles utilisent sont manifestement différents de ceux préconisés par la TMM. Les programmes d'achat d'obligations à grande échelle comme l'assouplissement quantitatif sont très différents des outils de financement de la dette privilégiés par la TMM. Premièrement, avec l'assouplissement quantitatif, les banques centrales achètent des obligations sur le marché secondaire plutôt que directement du gouvernement. Deuxièmement, et surtout, les banques centrales vendent les obligations avant qu'elles n'arrivent à échéance. Ainsi, les gouvernements doivent éventuellement hausser les impôts pour rembourser ce qu'ils ont emprunté. **Même si l'assouplissement quantitatif peut avoir tendance à faire baisser les rendements de la dette publique à court terme, les dépenses finissent par être financées par les impôts, le péché originel de la TMM.**

Au cours des dernières semaines, certaines banques centrales ont révisé leurs règles de politique. Lors de son symposium de Jackson Hole le 27 août, la Fed a annoncé qu'elle modifiait la partie de son mandat relative à la cible d'inflation pour une règle d'inflation moyenne. La cible d'inflation moyenne est loin d'être une politique révolutionnaire et a été préconisée par beaucoup d'économistes orthodoxes depuis la grande crise financière. La révision du mandat a certainement favorisé le statut de la part du mandat de la Fed relative à l'emploi, mais l'objectif demeure le soutien macroéconomique et non pas l'allègement de la dette publique. La veille, la Banque du Canada a tenu sa Conférence sur le renouvellement du cadre de conduite de la politique monétaire. Des orateurs issus des milieux universitaires et politiques ont exposé leurs points de vue à propos d'un cadre monétaire optimal. Aucun d'entre eux n'a mentionné la TMM, ni n'a proposé le financement par la dette publique comme cadre monétaire possible.

En temps de crise, la politique monétaire orthodoxe peut être confondue avec la TMM. Mais sous la surface, il est évident qu'il y a beaucoup de chemin à faire avant que la TMM soit adoptée par les banques centrales. Et si ce moment arrive, les élus devront lui donner son élan plutôt que les banques centrales.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement passé ne donne pas forcément une indication du rendement futur. Le contenu de cet article (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

Ce document renferme des renseignements prospectifs qui décrivent les attentes actuelles ou les prédictions pour l'avenir de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, sans s'y limiter, les facteurs économiques, politiques et de marché généraux, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, l'évolution technologique, les changements qui interviennent dans la réglementation de l'État, l'évolution des lois fiscales, les procédures judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Il est conseillé au lecteur de peser soigneusement ces considérations, ainsi que d'autres facteurs, et de ne pas se fier indûment à des renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date de septembre 2020. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.