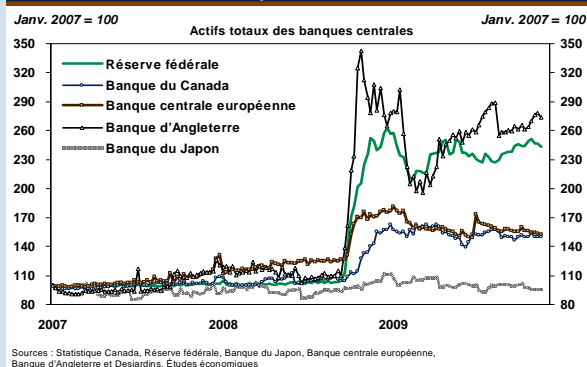


Stratégies de sortie des banques centrales Comment l'inflation monétaire pourra-t-elle être évitée?

Les banques centrales des principaux pays industrialisés n'ont pas lésiné sur les moyens afin de mettre un terme à la pire crise économique et financière depuis la Seconde Guerre mondiale. En plus d'utiliser toute la marge de manœuvre traditionnelle en abaissant leurs taux d'intérêt à près de 0 %, elles ont mis en place une série de mesures exceptionnelles dans le but précis de fournir suffisamment de liquidités au système financier, de réduire les écarts de crédit et de relancer l'activité économique. Toute chose ayant cependant un coût, cela s'est reflété par une expansion rapide du bilan de certaines banques centrales (graphique 1).

Graphique 1 – Expansion des bilans des principales banques centrales



Des scénarios d'inflation élevée ont été anticipés par certains analystes¹ étant donné que l'expansion des bilans des banques centrales est généralement associée à la croissance monétaire et que la croissance monétaire est généralement associée à l'inflation dite « monétaire ». Ces craintes paraissent toutefois exagérées, car ce ne sont pas toutes les interventions des banques centrales qui posent un risque de croissance monétaire démesurée. Seules les mesures financées par la création de réserves excédentaires peuvent vraiment laisser craindre le pire. Qui plus est, encore faut-il que les réserves créées par les banques centrales servent à accorder de nouveaux prêts pour alimenter la croissance de la masse monétaire, ce qui n'est pas le cas pour l'instant. Toutefois, rien n'indique que ce comportement inhabituel

des institutions financières perdurera avec l'amélioration de la conjoncture économique et du fonctionnement des marchés financiers. Si rien n'est fait, les risques d'inflation monétaire sont bien réels à moyen terme. Heureusement, plusieurs avenues s'offrent aux banquiers centraux pour éviter que ces risques se matérialisent.

Après une évaluation des risques inflationnistes liés aux réserves excédentaires, ce *Point de vue économique* se concentre sur les stratégies de sortie des banques centrales qui permettront d'éviter l'inflation monétaire à moyen terme dans les principaux pays industrialisés. Par ailleurs, même si le relèvement des taux d'intérêt dans les pays concernés devrait débuter d'ici un an, la réduction des bilans pourrait s'échelonner sur une plus longue période. Rien ne presse, d'autant plus que le désengagement progressif permettra d'éviter un rebond des tensions financières ou de compromettre la reprise économique. Enfin, à l'exception d'un possible désancrage des anticipations d'inflation, les autres facteurs inflationnistes, qu'ils soient liés à l'offre ou à la demande agrégée, justifient peu d'inquiétude à moyen terme.

¹ Arthur B. Laffer, « Get Ready for Inflation and Higher Interest Rates », *Wall Street Journal*, 11 juin 2009.
Allan H. Meltzer, « Inflation Nation », *New York Times*, 4 mai 2009.
Martin Feldstein, « Inflation is Looming on America's Horizon », *Financial Times*, 19 avril 2009.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Martin Lefebvre
Économiste principal

Yves St-Maurice
Directeur et économiste en chef adjoint
Hendrix Vachon
Économiste

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

LES RÉSERVES EXCÉDENTAIRES : LA VÉRITABLE ÉPÉE DE DAMOCLÈS

Ce n'est pas tant le fait que les banques centrales ont choisi d'intervenir autrement que par la baisse des taux d'intérêt et étiré leurs bilans qui alimente les craintes d'inflation, mais plutôt le fait que, dans certains cas, les mesures exceptionnelles déployées ont été financées par la création de nouvelles réserves. Les réserves des institutions financières détenues dans une banque centrale composent la base monétaire, aussi appelée « monnaie banque centrale ». Le reste de la base monétaire est constitué des billets de banque et pièces de monnaie en circulation. Notons qu'habituellement les réserves occupent une part infime de la base monétaire. Selon la théorie économique, une hausse de la base monétaire est normalement suivie d'une hausse proportionnelle de la masse monétaire, une source irrévocable d'inflation sur une longue période.

Le principe est simple. Lorsque les opérations de la banque centrale se traduisent par une hausse des réserves, les institutions financières peuvent alors accorder davantage de prêts. Une partie des fonds prêtés se retrouvera en circulation sous forme de papier monnaie, tandis que l'essentiel reviendra sous forme de dépôt, ou via d'autres canaux financiers, auprès des institutions financières, qui pourront de nouveau prêter plus de fonds. En d'autres mots, le même « dollar » provenant de la « monnaie banque centrale » initialement injectée peut être prêté plusieurs fois. Ce processus multiplicatif est à l'origine de la quantité de monnaie dans une économie, et plus il y a de la monnaie, plus les prix ont tendance à augmenter, toutes choses étant égales par ailleurs.

UN RÉPIT À COURT TERME

Un niveau élevé de réserves bancaires n'est effectivement pas à prendre à la légère. Néanmoins, étant donné que les institutions financières aux prises avec un surplus de liquidités se montrent encore réticentes à prêter les fonds dont elles disposent, les risques d'inflation monétaire s'en trouvent fortement atténués, voire inexistantes. Comme les institutions financières choisissent de conserver davantage de réserves, l'augmentation de la base monétaire n'est pas accompagnée d'une hausse proportionnelle de la masse monétaire.

Par ailleurs, il faut savoir que, sans les interventions des banques centrales, une contraction monétaire significative aurait probablement eu lieu. À défaut de pouvoir trouver des liquidités suffisantes par les canaux financiers traditionnels, plusieurs institutions financières faisaient face à l'obligation de réduire significativement leur volume d'activité, ce qui aurait raréfié encore davantage les liquidités disponibles.

Somme toute, la déflation, c'est-à-dire une baisse généralisée du niveau des prix, guettait plusieurs économies.

MAIS À PLUS LONG TERME?

Le comportement inhabituel des institutions financières qui accumulent volontairement des réserves ne sera sans doute pas durable. Au fur et à mesure que les tensions financières s'amenuisent et que la reprise économique suit son cours, de nouvelles opportunités pointent à l'horizon pour les institutions financières. Celles-ci seront certainement de plus en plus enclines à accorder de nouveaux prêts, ce qui matérialiserait finalement les risques d'inflation monétaire. Pourtant, même à moyen terme, le scénario de forte inflation peut être évité. Les banques centrales ont en fait sous la main plusieurs outils pour mener à terme une stratégie de sortie efficace sans déroger de leur objectif d'une inflation basse, stable et prévisible.

Ratio de réserves obligatoires

Plusieurs banques centrales réglementent la quantité de réserves que doivent absolument détenir les institutions financières sous leur autorité. Il s'agit habituellement d'une fraction des dépôts à vue. Actuellement, la présence de réserves excédentaires suggère que les exigences de base sont peu contraignantes. Néanmoins, si les institutions financières venaient à vouloir conserver moins de réserves, les autorités monétaires pourraient relever ces exigences, ce qui limiterait du coup les risques inflationnistes. La complexité des marchés financiers d'aujourd'hui ne permet cependant pas de garantir le succès de cette approche. Les dépôts, surtout ceux de court terme auxquels la réglementation s'applique normalement, ne constituent qu'une fraction des passifs des institutions financières. Plusieurs sources de financement non assujetties aux réserves obligatoires s'offrent en effet à ces institutions telles que les prêts contractés auprès d'autres institutions financières et la titrisation. À défaut de créer de nouvelles règles pour les réserves obligatoires, d'autres outils peuvent néanmoins compenser cette lacune.

Taux d'intérêt appliqué sur les réserves

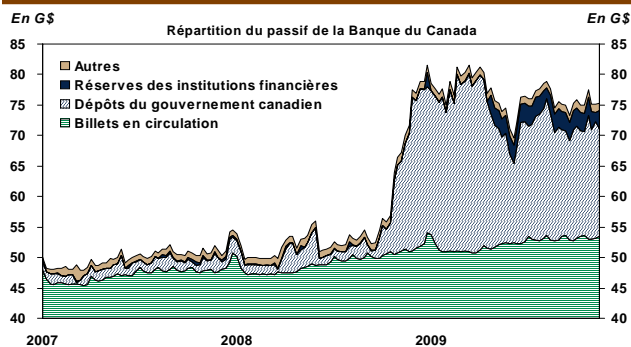
Plutôt que de resserrer la réglementation sur les réserves obligatoires, les banques centrales peuvent tout simplement mettre en place les mesures incitatives nécessaires au maintien d'un niveau élevé de réserves comme le paiement d'intérêts sur celles-ci. La plupart des banques centrales versent des intérêts sur les réserves excédentaires à un taux légèrement inférieur à la cible du taux interbancaire à un jour. Cela constitue en quelque sorte un taux plancher pour le marché interbancaire étant donné qu'aucune institution financière n'a avantage à accepter moins de la part d'une autre institution. En fixant le taux d'intérêt sur les dépôts à un niveau suffisamment élevé, une banque centrale peut

s'assurer que l'essentiel des réserves excédentaires des institutions financières demeure inscrit au passif de son bilan. Par ailleurs, plutôt que de miser uniquement sur les facilités de dépôt traditionnelles, habituellement conçues pour absorber des liquidités pour un court laps de temps, des certificats de dépôt de plus long terme pourraient être proposés aux institutions financières.

Dépôts du gouvernement à la banque centrale

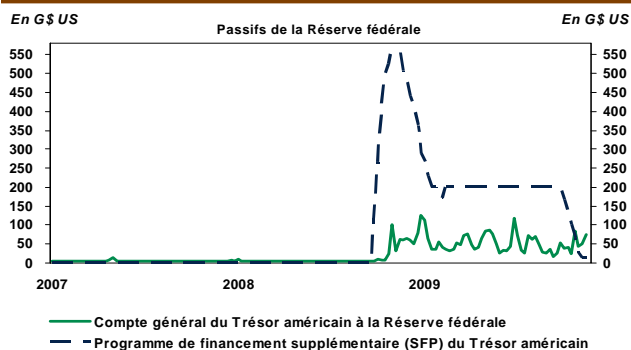
Les dépôts des gouvernements à la banque centrale constituent une solution de rechange à la création de réserves. Cependant, les gouvernements ne nagent habituellement pas dans les surplus et ils doivent d'abord émettre des titres de dettes sur le marché pour ensuite transférer aux banques centrales les fonds recueillis. L'expansion du bilan de la Banque du Canada a essentiellement été financée par le gouvernement fédéral canadien (graphique 2). La Réserve fédérale (Fed) a aussi bénéficié d'un financement similaire de la part du Trésor américain. Ayant atteint plus de 500 G\$ US en 2008, la contribution du programme de financement supplémentaire a été limitée à environ 200 G\$ US dès le début de 2009, et le Trésor américain a annoncé le 16 septembre dernier qu'il limitera ce financement à 15 G\$ US² (graphique 3). La pression fiscale subie par plusieurs gouvernements les rend moins enclins à hausser leur niveau général d'endettement pour financer les banques centrales. Cette solution a néanmoins l'avantage d'être neutre d'un point de vue monétaire, car les fonds injectés dans le système financier par les banques centrales proviennent de fonds précédemment retirés par les gouvernements.

Graphique 2 – La Banque du Canada a profité d'un financement accru du gouvernement canadien



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Le financement de la Réserve fédérale provenant du Trésor américain est réduit de nouveau



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Émissions de titres de dettes par la banque centrale

À défaut de compter sur l'appui financier des gouvernements, les banques centrales peuvent choisir d'émettre leurs propres titres de dettes sur le marché pour recueillir des fonds. La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande a financé sa principale facilité de crédit (*Term Auction Facility – TAF*) en émettant des titres de dettes à partir de novembre 2008³. Ce ne sont cependant pas toutes les banques centrales qui peuvent agir ainsi, car l'autorisation des instances gouvernementales est souvent requise. Les titres de dettes émis par les banques centrales peuvent concurrencer ceux des gouvernements, et faire augmenter le coût général du financement.

Cessions en pension

Régulièrement, les banques centrales utilisent les opérations de prise en pension ou de cession en pension afin d'ajuster le niveau des liquidités dans le système financier. Plus précisément, les opérations de cession en pension, qui consistent à vendre des titres avec la promesse de les racheter dans un délai et à un prix fixés d'avance, servent à éponger un surplus de liquidités. Il s'agit d'une avenue intéressante pour les banques centrales à condition d'ajuster la logistique, car les montants en jeu dans certains cas peuvent être nettement supérieurs au volume moyen traité en situation normale.

Vente d'actifs

À la différence des cessions en pension, la simple vente d'actifs n'est pas liée à un accord de rachat quelconque. Après la vente, l'actif disparaît du bilan de la banque centrale, ce qui en réduit la taille. Il s'agit en fait de l'ultime solution pour les banques centrales. Au fur et à mesure que des programmes prennent fin ou que leur utilisation diminue tout

² Département américain du Trésor, « Treasury Issues Debt Management Guidance on the Supplementary Financing Program », 16 septembre 2009, www.ustreas.gov/press/releases/tg289.htm.

³ Ian Nield, « Evolution of the Reserve Bank's liquidity facilities », Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, *Bulletin*, vol. 71, n° 4, décembre 2008.

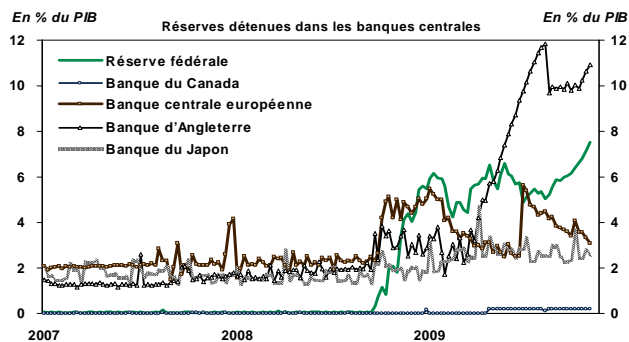
simplement, des actifs se soustraient du bilan. Plusieurs banques centrales ont entre autres choisi d'acheter des papiers commerciaux pour aider au financement de court terme des entreprises. Cette mesure semble maintenant moins nécessaire, et les quantités détenues par les banques centrales diminuent. La vente de certains types d'actifs permet également de dégager des ressources financières pour en acheter d'autres. Par exemple, une banque centrale peut choisir de vendre des titres gouvernementaux pour acheter des titres d'entreprise, et vice versa.

LES ÉTATS-UNIS ET LE ROYAUME-UNI PLUS À RISQUE

La comparaison des données internationales montre que la Fed et la Banque d'Angleterre sont les banques centrales ayant le plus compté sur l'accroissement des réserves pour financer l'expansion de leur bilan (graphique 4). Par conséquent, les États-Unis et le Royaume-Uni sont plus exposés aux risques d'inflation monétaire à moyen terme, d'où l'importance d'une stratégie de sortie efficace dans ces pays. La Banque du Japon et la Banque centrale européenne se sont aussi appuyées sur la création de réserves, mais dans une proportion beaucoup moins importante. La Banque du Canada n'y a pas eu recours, à l'exception qu'elle vise un solde excédentaire de 3 G\$ CAN depuis que le taux d'intérêt directeur et le taux sur les dépôts ont tous deux été fixés à 0,25 %. Ce léger surplus n'est toutefois pas suffisant pour générer des pressions inflationnistes au Canada. Il sert plutôt à assurer que le taux des fonds à un jour se négocie à sa valeur plancher⁴. Les stratégies de sortie de la Banque centrale européenne, de la Banque du Japon et de la Banque du Canada n'auront pas à être aussi étoffées que celles de leurs consœurs britannique et américaine. Les programmes temporaires qui ont été mis en place par ces banques centrales perdent de leur utilité au fur et à mesure que les marchés financiers se rétablissent et ils finiront par prendre définitivement fin lorsque les dates d'échéance prévues pour la plupart d'entre eux seront atteintes. Ainsi, les actifs en surplus seront progressivement cédés au marché, et les bilans retrouveront une taille normale. Celui de la Banque du Japon a d'ailleurs peu augmenté au cours de la crise.

La stratégie de sortie de la Fed ne pourra pas simplement reposer sur la fin progressive de ses programmes d'aide. En dépit de la réduction de plusieurs d'entre eux, les besoins de financement de la Fed demeurent importants, comme en témoignent les achats de titres d'agences et de titres adossés

Graphique 4 – Risques d'inflation : le poids des réserves a davantage augmenté aux États-Unis et au Royaume-Uni



Sources : Statistique Canada, Réserve fédérale, Banque du Japon, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre, Datastream et Desjardins, Études économiques

à des hypothèques. Des sources de financement alternatives devront se substituer aux réserves excédentaires, qui demeureront élevées. Plusieurs communications à cet effet ont émané des autorités monétaires depuis l'été, dont un article signé par le président de la Fed, Ben Bernanke, qui a paru dans le *Wall Street Journal* en juillet⁵. La rémunération des réserves excédentaires à un taux d'intérêt équivalant au taux cible des fonds fédéraux devrait inciter plusieurs institutions financières à conserver une partie de leurs dépôts à la banque centrale. Des dépôts à terme et des opérations de cession en pension devraient également être utilisés pour drainer une partie du surplus de liquidités. Concernant cette dernière mesure, étant donné que le volume de transactions sera plus élevé qu'à la normale, la Banque de réserve fédérale de New York effectue actuellement un travail de préparation avec ses principaux partenaires. On étudie entre autres la possibilité de mener des opérations tripartites et d'impliquer d'autres firmes en plus des négociants principaux (*Primary Dealers*)⁶. Quoi qu'il en soit, le cas de la Fed sera d'autant plus suivi de près que cette institution contrôle la quantité de la principale monnaie en circulation dans le monde. Une inflation plus élevée aux États-Unis pourrait entre autres se traduire par une dépréciation rapide du billet vert et par un important traumatisme international.

Au Royaume-Uni, on continue de mettre l'accent sur la nécessité d'augmenter la croissance monétaire pour atteindre une cible d'inflation annuelle de 2 % à moyen terme (graphique 5 à la page 5). La Banque d'Angleterre a clairement misé sur une politique quantitative principalement basée sur

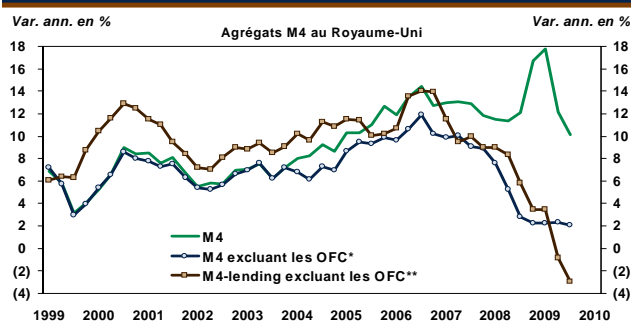
⁴ Banque du Canada, « Cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire une fois le taux cible du financement à un jour fixé à sa valeur plancher », 21 avril 2009, http://www.banqueducanada.ca/fr/dates-fixes/2009/rate_210409f_1.pdf.

⁵ Ben Bernanke, « The Fed's Exit Strategy », *The Wall Street Journal*, 21 juillet 2009.

⁶ Réserve fédérale de New York, « Statement Regarding Reverse Repurchase Agreements », 19 octobre 2009, www.ny.frb.org/markets/operating_policy_091019.html.

l'achat non stérilisé de titres gouvernementaux pour stimuler les dépenses de consommation et atténuer les pressions déflationnistes en cours. La Banque a par ailleurs annoncé le 5 novembre dernier qu'elle allait acheter pour 25 G£ (42 G\$ US) de plus d'obligations du gouvernement britannique⁷. Au total, les achats de titres se chiffreront à 200 G£ (335 G\$ US) d'ici la fin de l'année. Le marché des titres gouvernementaux étant très liquide, la Banque d'Angleterre pourra facilement les revendre le moment voulu selon le niveau désiré de liquidités lorsque les hausses de taux d'intérêt débuteront. Par ailleurs, les principaux détails de la stratégie de sortie de la Banque d'Angleterre ont été dévoilés en mi-année dans un article du bulletin trimestriel⁸. Plutôt que de vendre rapidement les obligations gouvernementales acquises, la Banque pourrait plutôt miser sur l'émission de ses propres titres de dettes pour atténuer les conséquences possibles liées à la vente d'une grande quantité d'obligations gouvernementales en peu de temps.

Graphique 5 – La Banque d'Angleterre vise une plus forte croissance monétaire



* Exclut les dépôts des « autres institutions financières » (other financial corporations – OFC) qui se spécialisent dans l'intermédiation financière. La Banque d'Angleterre fait plus souvent référence à cette mesure de la masse monétaire. ** Ajusté pour exclure les effets de la titrisation.

Sources : Banque d'Angleterre et Desjardins, Études économiques

LES TAUX D'INTÉRÊT POURRONT ÊTRE RELEVÉS AVANT UN DÉSENGAGEMENT COMPLET

Si les banques centrales devaient nécessairement mettre un terme à leurs engagements quantitatifs avant d'amorcer leur relèvement des taux d'intérêt, certaines d'entre elles pourraient effectivement être prises de court, mais ce ne sera pas le cas. Pour contrôler les taux d'intérêt, une banque centrale doit pouvoir ajuster la quantité de liquidités du marché interbancaire, ce qui peut être fait en dépit d'un bilan qui demeure élevé. Cela dit, le loyer de l'argent est plus facile à ajuster lorsqu'il n'y a pas de surplus de liquidités. Au Canada,

par exemple, les politiques non traditionnelles ont principalement été financées par les dépôts du gouvernement fédéral, ce qui ne génère aucun surplus de liquidités sur le marché.

En revanche, les banques centrales qui ont généré un surplus de liquidités peuvent compter sur la rémunération des réserves excédentaires ou sur des sources de financement alternatives pour relever leurs taux d'intérêt. Le fait que la plupart des banques centrales versent des intérêts sur les réserves permet de drainer la quantité de liquidités nécessaire au relèvement des taux d'intérêt à condition que le taux d'intérêt appliqué sur les réserves soit haussé en même temps que le taux du financement à un jour. En effet, les institutions financières n'ont pas avantage à se prêter des fonds à un taux inférieur au taux d'intérêt des dépôts à la banque centrale. Qui plus est, en se tournant vers des sources de financement alternatives comme les opérations de cession en pension et l'émission de titres de dettes ou de certificats de dépôt à terme, les banques centrales peuvent ajuster l'offre de liquidités sur le marché interbancaire et mener leurs politiques monétaires traditionnelles tout en maintenant en place, si elles le désirent, leur panoplie de mesures non traditionnelles.

LE DÉSENGAGEMENT S'OPÈRE DÉJÀ

Les inquiétudes quant à la capacité des banques centrales à relever leurs taux d'intérêt peuvent aussi être calmées par le fait que le désengagement des banques centrales s'opère déjà et qu'une part importante du processus devrait être complétée avant le début des hausses de taux d'intérêt prévu en seconde moitié de 2010. Comme les mesures non traditionnelles mises en place par les banques centrales sont temporaires, elles viennent naturellement à terme au fur et à mesure qu'elles atteignent leur échéance. De plus, le rétablissement progressif des marchés financiers, qui se traduit par une baisse de participation aux différents programmes d'aide offerts, précipite la réduction du bilan des banques centrales.

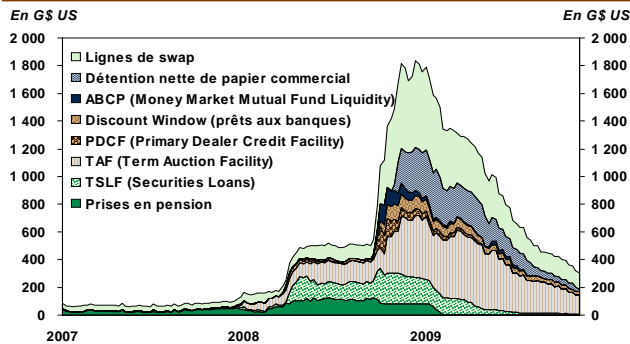
La Fed publie chaque semaine des statistiques détaillées sur son bilan, et un net repli est observé depuis quelques mois dans l'utilisation de ses mesures d'aide de court terme (graphique 6 à la page 6). Pour plusieurs d'entre elles, l'échéance est d'ailleurs prévue pour le 1^{er} février prochain après qu'un sursis de six mois leur a été accordé au début de l'été⁹. C'est le cas notamment du programme d'achat de papiers commerciaux, de la facilité de crédit pour les premiers

⁷ Banque d'Angleterre, « Bank of England Maintains Bank Rate at 0.5% and Increases Size of Asset Purchase Programme by £25 Billion to £200 Billion », *News Release*, 5 novembre 2009, www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/081.htm.

⁸ James Benford et al, « Quantitative easing », *Quarterly Bulletin 2009 Q2*, Banque d'Angleterre, vol. 49, n°2, p. 90 à 100.

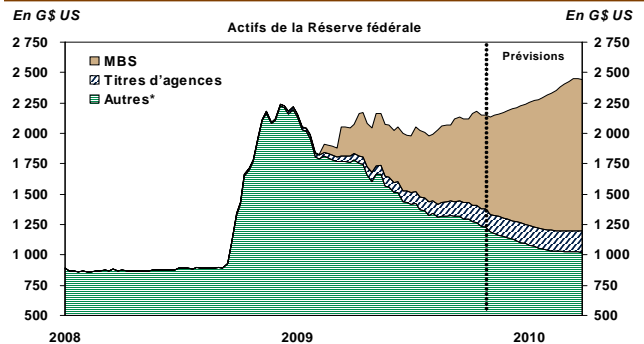
⁹ Réserve fédérale, « Federal Reserve announces extensions of and modifications to a number of its liquidity programs », *Press Release*, 25 juin 2009, www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090625a.htm.

Graphique 6 – Déclin marqué de l'offre de crédit pour certains programmes d'aide de la Réserve fédérale



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – L'achat de MBS et de titres d'agences continue de contrebalancer pour les reculs enregistrés ailleurs



* Incluant achat de titres du Trésor.
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

négociants (*Primary Dealer Credit Facility – PDCF*), de la facilité de prêt d'actifs (*Term Securities Lending Facility – TSLF*) et des lignes de swap spéciales avec les banques centrales étrangères. Aucune échéance n'a encore été fixée pour la facilité d'adjudication à terme, communément appelée « TAF » (*Term Auction Facility*), mais le débit du robinet a cependant été réduit. Cette facilité est appréciée du marché, car elle évite aux institutions financières d'être stigmatisées comme lorsqu'elles accèdent aux prêts de dernier recours traditionnels (*Discount Window*).

En dépit des replis observés, le bilan général de la Fed tarde cependant à reculer, car d'autres programmes d'aide de plus long terme continuent à prendre de l'expansion. La Fed a récemment complété ses achats d'obligations fédérales à hauteur de 300 G\$ US, et complétera d'ici la fin du premier trimestre de 2010 l'achat de 1 250 G\$ US de titres adossés à des hypothèques (*Mortgage-backed security – MBS*) et de 175 G\$ US de titres d'agences¹⁰. Le bilan de la Fed devrait donc encore augmenter au cours des prochains mois avant de se stabiliser et de finalement entreprendre une cure d'amincissement généralisée (graphique 7).

Ailleurs dans le monde, la Banque du Japon a annoncé le 30 octobre dernier qu'elle mettrait un terme à ses achats directs de papiers commerciaux à la fin de l'année ainsi qu'à ses opérations spéciales pour le financement des entreprises à la fin de mars 2010¹¹. À partir d'avril 2010, la Banque du Japon mettra davantage sur des opérations de financement courantes en échange d'une variété d'actifs pouvant être laissés en garantie pour soutenir au besoin l'économie et les marchés financiers. Au Canada et en zone euro, les opérations

spéciales de financement de plus long terme réalisées au cours des derniers trimestres devraient arriver à maturité durant la prochaine année et permettre un retour progressif vers la normale si de nouvelles émissions n'ont pas besoin d'être effectuées. En contrepartie, la Banque centrale européenne poursuit un programme d'achat d'obligations sécurisées pour un montant total de 60 G€ (90 G\$ US), qui devrait être complété d'ici la fin de juin 2010¹². Au Royaume-Uni, l'essentiel des mesures extraordinaires se résume à des achats directs d'obligations du gouvernement, et il n'est pas prévu de revendre celles-ci rapidement.

UNE TRANSITION TROP BRUSQUE SERAIT RISQUÉE

Le désengagement amorcé peut sembler trop lent pour certains, mais il ne faut pas perdre de vue les objectifs des différents programmes en place. Ceux-ci visent entre autres à assurer suffisamment de liquidités au système financier, à réduire les écarts de crédit et à relancer l'activité économique. Bien que des améliorations notables soient survenues au cours des derniers mois, la situation n'est pas complètement revenue à la normale, et les progrès récents ne peuvent pas être tenus pour acquis. Il paraît évident qu'un désengagement trop rapide serait risqué pour la stabilité et le rétablissement des marchés financiers, de même que pour la durabilité de la reprise économique amorcée. Une vente précipitée des actifs accumulés par les banques centrales pourrait entre autres générer des pressions à la hausse sur l'ensemble des taux d'intérêt et nuire au financement de la dette des gouvernements et des entreprises.

Par ailleurs, ce ne sont pas seulement les banques centrales qui auront à dénouer leurs opérations au cours des prochains

¹⁰ Réserve fédérale, « FOMC Statement », *Press release*, 4 novembre 2009, www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20091104a.htm.

¹¹ Banque du Japon, « Statement on Monetary Policy », 30 octobre 2009, www.boj.or.jp/en/type/release/adhoc09/k091030.pdf.

¹² Banque centrale européenne, « Purchase programme for covered bonds », *Press release*, 4 juin 2009, www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090604_1.en.html#.

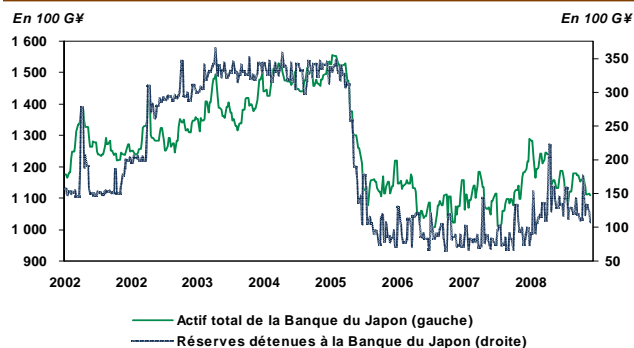
trimestres. La stagnation, puis la réduction à venir des dépenses publiques, qui concordera avec la fin des plans de relance, constitueront une étape cruciale pour la plupart des économies. La croissance de l'activité devra à nouveau compter sur l'apport du secteur privé, ce qui ne semble pas gagné d'avance avec le désendettement des ménages américains qui se poursuit et certains secteurs qui sortent fortement affaiblis par la crise. Les banques centrales devront en tenir compte dans leurs décisions, d'autant plus qu'il n'y a pas que les plans de relance qui prendront fin. Par exemple, un programme du Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) offrant des garanties sur la dette de court terme des institutions financières arrivera bientôt à échéance aux États-Unis. Ces garanties devaient cesser d'être offertes sur les dettes émises après le 31 octobre dernier, mais un programme pour traiter les cas d'urgence a été mis en place jusqu'au 30 avril prochain pour assurer une transition en douceur¹³. Un peu plus de 300 G\$ US de prêts de court terme étaient garantis par le FDIC à la fin du mois d'octobre.

UNE AUTRE CONDITION EST ESSENTIELLE À L'INFLATION MONÉTAIRE

Même si le niveau des réserves excédentaires est élevé, si les institutions financières peuvent et désirent prêter davantage, et si les banques centrales sont peu pressées de dénouer leurs opérations et d'augmenter leurs taux d'intérêt, les risques d'inflation monétaire pourraient tout de même demeurer faibles à moyen terme. En fait, une autre condition nécessaire, qui n'a pas été abordée jusqu'ici, doit aussi être remplie. Pour que les risques d'inflation se concrétisent, les consommateurs et les entreprises doivent avoir la possibilité ainsi que le désir d'emprunter davantage.

Lors de l'épisode de déflation qui a marqué le Japon quelques années plus tôt, la Banque du Japon a établi une politique quantitative très agressive. La taille de son bilan et la création de réserves avaient atteint des niveaux largement supérieurs à ceux actuellement observés (graphique 8). Néanmoins, les impacts sur les prix et la croissance économique se sont fait attendre longtemps en raison d'une faible demande pour le crédit. Plusieurs raisons peuvent décourager les ménages et les entreprises à emprunter davantage. Tout d'abord, s'ils anticipent des baisses de prix, cela freine leur ardeur à emprunter davantage en raison de la hausse des taux d'intérêt réels que cela implique. De plus, une perte de richesse significative peut modifier le comportement des consommateurs en les incitant à épargner davantage. Enfin,

Graphique 8 – La Banque du Japon est moins agressive que lors du précédent épisode de déflation au Japon



Sources : Banque du Japon et Desjardins, Études économiques

les décisions d'investissement des entreprises, également sensibles aux taux d'intérêt réels, peuvent être revues à la baisse en raison de capacités de production excédentaires élevées et de profits anticipés décevants.

ET LES AUTRES RISQUES INFLATIONNISTES?

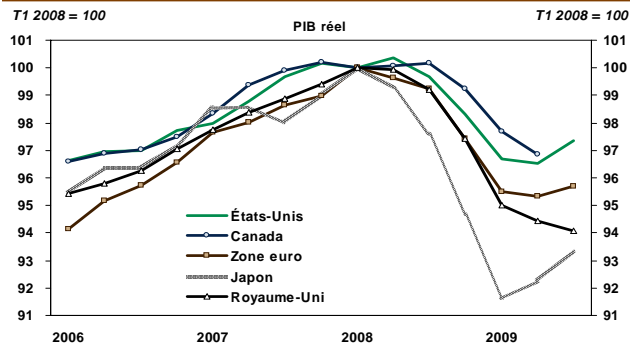
Des facteurs comme le niveau d'activité de l'économie, l'état du marché du travail et les anticipations des agents économiques ont tous une incidence sur l'évolution des prix, et il importe de les considérer dans une analyse plus globale de l'inflation. Il apparaît toutefois qu'à l'exception des risques liés aux anticipations inflationnistes, très peu d'éléments suggèrent que les prix pourraient augmenter rapidement à moyen terme.

Il faut garder à l'esprit que les derniers trimestres se sont soldés par des reculs importants de la production dans plusieurs pays (graphique 9 à la page 8). Ces pertes prendront du temps à être récupérées. Au Japon, après une hausse du PIB réel au deuxième et au troisième trimestre, un gain de 6,3 % était encore nécessaire pour revenir au niveau de production d'avant la crise. Au Royaume-Uni, l'écart continue de se creuser, et un gain de 6,2 % serait maintenant nécessaire pour le combler. La zone euro suit derrière avec un manque à gagner de 4,1 %, tandis que le Canada et les États-Unis pourraient se contenter d'un gain respectif de 3,4 % et de 3,1 %. L'économie américaine a bénéficié d'un rebond respectable de 0,9 % de son PIB réel (non annualisé) au troisième trimestre, ce qui a réduit l'écart d'un peu plus de 20 %, mais la croissance des prochains trimestres ne sera pas toujours aussi élevée.

Le meilleur indicateur des pressions exercées sur les prix demeure néanmoins l'écart du PIB réel avec son potentiel. Même si la croissance du PIB potentiel diminue en période de récession, ce qui peut accélérer le retour au plein potentiel, il n'en demeure pas moins que l'écart à combler est important. On peut d'ailleurs le constater avec les taux d'utilisation des

¹³ Federal Deposit Insurance Corporation, « Amendment of the Debt Guarantee Program to Provide for the Establishment of a Limited Six-Month Emergency Guarantee Facility », octobre 2009, www.fdic.gov/news/board/Oct098.pdf.

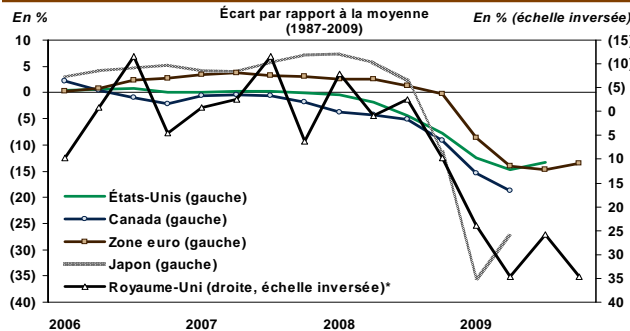
Graphique 9 – Plusieurs trimestres seront nécessaires pour récupérer les reculs du PIB réel



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

capacités de production qui ont fortement chuté dernièrement (graphique 10). La hausse du chômage donne également un bon aperçu de la sous-utilisation des ressources disponibles (graphique 11). Toute cette offre excédentaire a pour effet de limiter la progression des prix, et ce n'est pas demain matin que la situation se renversera. Par ailleurs, la détérioration du marché du travail limite la croissance des salaires (graphique 12), une variable ayant une forte incidence sur le taux d'inflation à moyen terme.

Graphique 10 – Les taux d'utilisation des capacités de production se situent nettement en dessous de leur moyenne

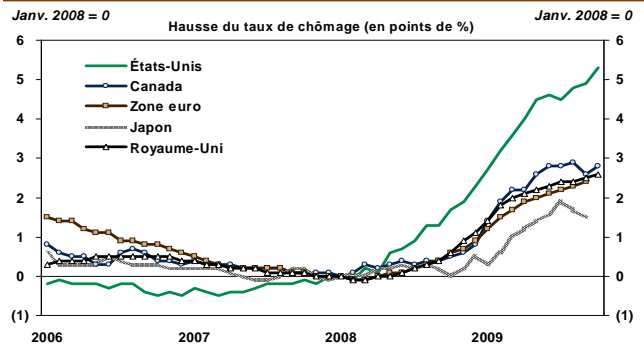


* Données inversées car le taux d'utilisation est calculé selon le nombre d'entreprises déclarant fonctionner en dessous de leur capacité (données non désaisonnalisées).

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

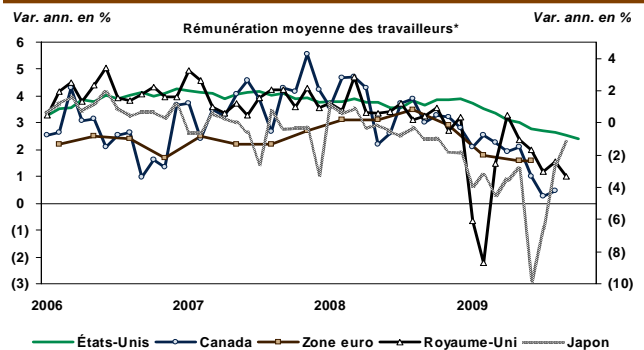
Le seul facteur qui pourrait véritablement poser un risque pour l'inflation demeure l'évolution des anticipations inflationnistes. Lorsque les individus anticipent des hausses de prix, ils ont tendance à exiger de plus fortes hausses salariales, à relever leur consommation courante et à emprunter davantage, ce qui se traduit impérativement par des hausses de prix. Pour l'instant, les anticipations semblent demeurer ancrées près des cibles d'inflation établies par les banques centrales, mais certains craignent qu'en dépit des explications réduisant les craintes d'inflation monétaire, les agents économiques pourraient tout de même anticiper des hausses de prix importantes à moyen terme.

Graphique 11 – Hausse importante du chômage, et la détérioration du marché du travail ne semble pas terminée partout



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 12 – La rémunération des travailleurs progresse faiblement



* Données non uniformisées entre les différents pays.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En fait, la vérité est que rien ne garantit que les anticipations inflationnistes vont augmenter. De façon rationnelle, on peut faire la démonstration que les banques centrales ont en main tous les outils nécessaires pour mener à bien leur politique monétaire. D'un autre côté, un individu rationnel peut également analyser le problème sous un autre angle. Il s'agit alors plutôt d'un débat d'opinion sur la crédibilité des banques centrales et sur l'efficacité des moyens dont elles disposent pour gérer la situation adéquatement. Encore faut-il que les agents forment leurs anticipations sur des analyses aussi poussées. Certains d'entre eux peuvent tout simplement se baser sur l'évolution passée des prix, ce qui ne risque pas de poser problème à moyen terme. Enfin, une analyse rationnelle ne peut pas seulement reposer sur des prévisions de croissance monétaire. La situation économique doit également être prise en compte. Bref, bien que le risque d'une hausse des anticipations inflationnistes soit bien réel, il paraît somme toute limité.

CONCLUSION : L'INFLATION NE DEVRAIT PAS ÊTRE UN PROBLÈME POUR LES ANNÉES À VENIR

Malgré les proportions gigantesques qu'ont prises les bilans de certaines banques centrales, l'inflation monétaire pourra être évitée. En raison d'une création de réserves excédentaires plus importantes aux États-Unis et au Royaume-Uni, ces pays semblent plus exposés au problème d'inflation monétaire. Malgré tout, une panoplie d'outils s'offre aux banquiers centraux pour mener à bien leur désengagement vis-à-vis des nombreuses mesures mises en place depuis maintenant plus d'un an.

Le taux d'intérêt sur les réserves jouera un rôle clé dans les stratégies de sortie et permettra également de relever les taux d'intérêt du marché interbancaire avant même que soit complétée la réduction du bilan des banques centrales. L'utilisation des cessions en pension et l'émission de titres de dettes ou de certificats de dépôt à terme contribueront à réduire l'excédent de liquidités tout en permettant de conserver un certain nombre de programmes d'aide le temps que le système financier et l'économie puissent fonctionner normalement sans l'assistance des pouvoirs publics.

Cela ouvre donc la porte à plusieurs options dans la séquence des décisions à venir des banques centrales. Celles-ci devraient à tout le moins maintenir leur objectif d'une inflation basse, stable et prévisible à moyen terme. La question des risques d'inflation monétaire résolue, l'ensemble des risques inflationnistes semblent maintenant contenus. L'excédent du côté de l'offre dans l'appareil de production devrait se résorber lentement, ce qui laisse encore du temps avant de commencer les hausses de taux d'intérêt. Les pays où le resserrement monétaire a débuté, comme en Australie et en Norvège, n'avaient pas enregistré de baisses aussi importantes de leur production.

Quoi qu'il en soit, le retrait progressif des banques centrales a déjà débuté pour plusieurs programmes, surtout ceux offrant du financement de court terme alors que les conditions du marché du crédit interbancaire se sont beaucoup améliorées. En supposant que la reprise, même terne, suive son cours sans embûches majeures, la plupart des mesures non traditionnelles des banques centrales devraient prendre fin au cours de l'année 2010. Si nécessaire, la Fed pourra conserver pendant quelques années ses actifs de plus long terme constitués en grande partie de titres adossés à des hypothèques. De son côté, la Banque d'Angleterre ne devrait pas se départir rapidement de ses obligations gouvernementales pour éviter des mouvements de taux d'intérêt indésirables. Ces deux banques centrales devront donc probablement gérer un surplus de liquidités sur une plus longue période.

Enfin, la séquence du désengagement des banques centrales sera certainement influencée par le retrait des gouvernements dont les plans de relance prendront fin, pour la plupart, dans le courant de l'année prochaine. En plus d'un retour possible des tensions financières, la reprise pourrait être compromise si toute l'aide disponible venait à être retirée en même temps à un moment où la demande privée tarderait à prendre le relais. Dans le pire des scénarios, où la demande pour le crédit demeurerait très faible, des plans de relance supplémentaires pourraient s'avérer nécessaires, mais les banques centrales pourraient également devoir mettre la main à la pâte en accentuant leurs efforts, déjà considérables, et ce, sans craindre l'inflation comme ce fut le cas au Japon il y a quelques années.

Hendrix Vachon
Économiste