

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Réduction de la marge de manœuvre des banques centrales Que pourraient-elles faire d'autre?

Plusieurs banques centrales disposent d'une marge de manœuvre réduite face à une possible aggravation du ralentissement économique. Pour pallier en partie le problème, les gouvernements pourraient mettre en œuvre des mesures pour stimuler l'économie. Cela ne serait cependant pas un scénario idéal, surtout pour les pays où l'endettement public est déjà très élevé et où l'inquiétude à l'égard de la soutenabilité des finances publiques à long terme pourrait être questionnée. La pression risque donc de demeurer forte pour que des banques centrales trouvent de nouvelles façons d'agir, notamment en Europe et au Japon. Le cadre de gestion de la politique monétaire pourrait être revu avec des changements aux cibles d'inflation ou des options de rechange à celles-ci. De plus, l'utilisation d'outils non conventionnels pourrait devenir encore plus répandue avec l'introduction possible du financement monétaire, ou communément appelé « l'hélicoptère à argent ».

Des cibles plus difficiles à respecter

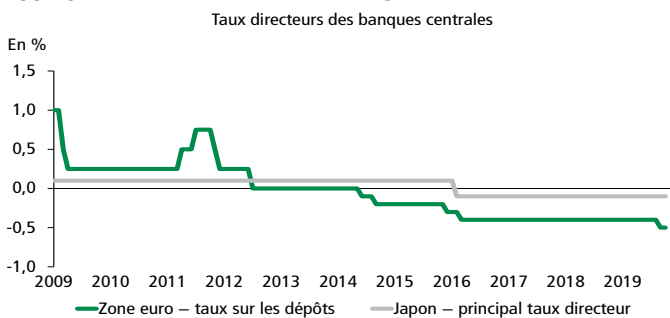
Dans la plupart des pays avancés, les banques centrales ajustent leur politique monétaire en fonction de l'atteinte d'une cible d'inflation avoisinant généralement 2 % par année. Or, plusieurs banques centrales semblent maintenant avoir de la difficulté à atteindre leur cible, ce qui se traduit par le maintien de faibles taux d'intérêt ou d'autres mesures de stimulation.

La Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) sont des exemples éloquentes. Tous deux ont adopté des

taux d'intérêt négatifs et cela n'a pas suffi pour regagner leur cible d'inflation (graphiques 1 et 2). La situation pourrait même se complexifier au cours des prochains trimestres alors que le ralentissement de l'économie mondiale pourrait s'accroître, ajoutant des pressions déflationnistes.

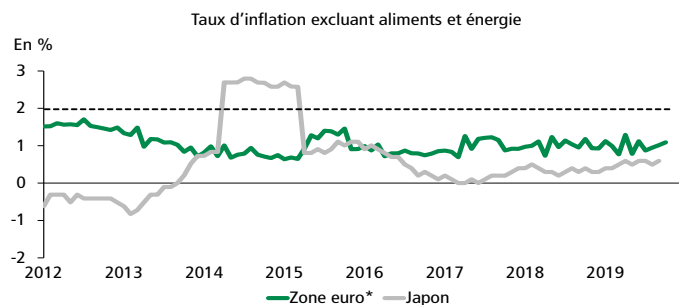
D'autres banques centrales d'Europe ont accompagné la BCE avec des taux d'intérêt négatifs et font face à un défi similaire. La Banque d'Angleterre dispose de plus de munitions pour défendre sa cible d'inflation alors que son principal taux d'intérêt directeur

GRAPHIQUE 1
La Banque centrale européenne et la Banque du Japon appliquent toutes deux des taux négatifs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
L'inflation peine pourtant à s'accroître en zone euro et au Japon



*La Banque centrale européenne vise une inflation inférieure, mais près de 2 %, ce qui est généralement interprété comme un taux d'inflation de 1,8 % ou 1,9 %.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

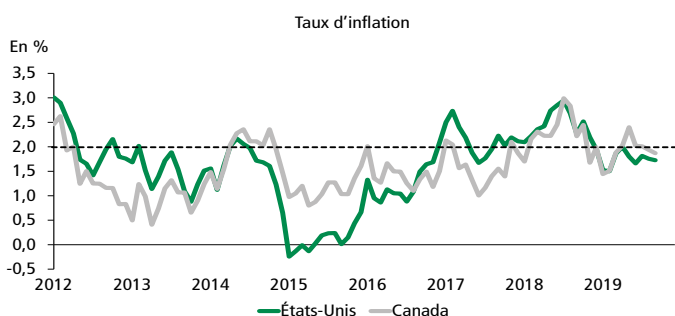
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Hendrix Vachon, économiste principal
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2019, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

demeure en territoire positif, à 0,75 %. Il ne s'agit cependant pas d'un taux très élevé. La marge de manœuvre apparaît un peu plus grande au Canada et aux États-Unis, avec des taux directeurs à 1,75 %¹. De plus, l'inflation dans ces pays se situe déjà près de la cible, ce qui signifie qu'ils n'ont pas de rattrapage à faire (graphique 3). Il reste que même la Banque du Canada et la Réserve fédérale ne jouissent pas d'une aussi grande capacité d'intervention qu'auparavant. Advenant un choc majeur, ces banques centrales pourraient aussi connaître des difficultés à défendre leur cible d'inflation.

GRAPHIQUE 3

Depuis 2017, l'inflation fluctue autour de 2 % au Canada et aux États-Unis



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Changer les cibles

Ne vaudrait-il pas mieux alors abandonner ces cibles? En fait, cela reviendrait à se priver de leurs avantages. Une inflation basse, stable et prévisible permet de mieux distinguer l'évolution des prix des différents produits et services. De meilleures décisions de consommation et d'investissement peuvent ainsi être prises. Cela protège aussi le pouvoir d'achat des gens ayant des revenus qui n'augmentent pas au même rythme que les prix. Sur le plan financier, les taux d'intérêt de moyen et de long terme sont généralement plus bas dans un régime de ciblage de l'inflation étant donné qu'il y a moins d'incertitude quant à l'évolution future des prix. Enfin, une cible d'inflation bien maîtrisée a l'avantage de se renforcer par elle-même en raison de l'influence qu'elle a sur les anticipations inflationnistes.

Il vaut mieux chercher à modifier les cibles d'inflation plutôt qu'à les abandonner complètement. Des cibles abaissées autour de 1 % feraient que la plupart des banques centrales atteindraient maintenant leur objectif. Il y aurait aussi d'autres avantages potentiels, notamment en ce qui a trait à la protection du pouvoir d'achat pour ceux dont les revenus sont moins bien indexés.

Le problème du manque de munitions des banques centrales serait toutefois aggravé avec des cibles plus basses, car la limite inférieure des taux d'intérêt réels serait alors plus élevée. En supposant que la limite du taux d'intérêt nominal des fonds à un jour sur le marché interbancaire se situe à -0,5 %, la limite inférieure de ce taux exprimée en termes réels serait de -2,5 % avec une cible d'inflation bien maîtrisée à 2 %. Cette limite passerait à seulement -1,5 % avec une cible d'inflation à 1 %, ce qui signifie une marge de manœuvre réduite pour stimuler l'économie. Les chances de se retrouver dans des situations de déflation seraient également plus élevées.

Si l'objectif de réformer le cadre des politiques monétaires est d'accroître la marge de manœuvre des banques centrales, l'option de relever les cibles d'inflation apparaît plus souhaitable. Pour reprendre l'exemple précédent, en ciblant 3 % d'inflation, le taux réel des fonds à un jour pourrait être abaissé jusqu'à -3,5 %. Nous pourrions aller encore plus bas en supposant qu'il soit possible de réduire davantage les taux nominaux en territoire négatif ou en ciblant une inflation plus haute. Certaines études suggèrent de cibler jusqu'à 4 %². Parmi les pays avancés, c'est l'Australie qui a actuellement la cible d'inflation la plus élevée avec une fourchette de 2 à 3 %. La Corée du Sud a déjà eu une cible médiane à 3 %, mais elle se situe à 2 % depuis 2016.

En théorie, si les banques centrales adoptaient des cibles d'inflation plus élevées, cela pourrait aussi aider à accélérer certains ajustements macroéconomiques. Par exemple, les salaires réels pourraient potentiellement s'ajuster plus facilement et permettre une relance plus rapide de l'emploi après une récession. De plus, un taux d'inflation plus élevé pourrait aider à réduire le poids des dettes si les revenus nominaux augmentaient plus rapidement.

Il reste qu'avec cette avenue, le pouvoir d'achat de certains individus pourrait se détériorer davantage. Tolérer une inflation plus élevée risquerait aussi de la rendre plus instable dans le temps et plus difficile à prévoir. Les anticipations d'inflation pourraient devenir moins bien ancrées, ce qui pourrait compliquer le travail des banques centrales. On dit parfois en science économique que flirter avec l'inflation revient à la marier!

Cibler le niveau des prix plutôt que sa variation

Une autre option possible pour les banques centrales serait de cibler le niveau des prix plutôt que sa variation. Par exemple, supposons que l'indice de prix ciblé par une banque centrale avait été de 100 en 2018. Un niveau de 102 pourrait être visé pour 2019, puis de 104 en 2020, et ainsi de suite selon le taux de croissance moyen souhaité. Ce taux de croissance moyen pourrait demeurer aux alentours de 2 %, comme la plupart des

¹ Au Canada, la cible du taux des fonds à un jour se situe à 1,75 %. Aux États-Unis, la fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux est bornée entre 1,50 % et 1,75 %.

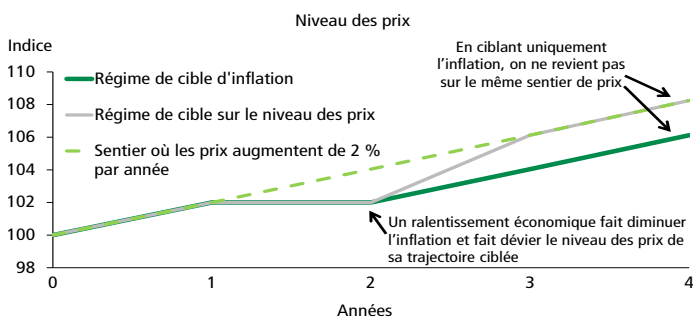
² Laurence BALL, *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, FMI, juin 2014; Pierre FORTIN, *A Stable 4% Inflation Could Get Canadians One Half Million More Jobs*, Cahiers de recherche 1604, CIRPEE, janvier 2016.

cibles d'inflation actuelles. Néanmoins, une marge de manœuvre supplémentaire serait dégagée avec cette approche.

D'abord, en se maintenant autour du sentier de prix ciblé, les anticipations d'inflation pourraient techniquement être mieux ancrées à long terme. Après une période de faible inflation, une période de plus forte inflation serait nécessairement requise pour nous ramener sur le sentier ciblé. Il s'agit d'une différence importante par rapport à un régime ciblant simplement la variation des prix, où il n'est pas nécessaire de compenser de la sorte des périodes de plus faible ou de plus forte inflation (graphique 4). Par la suite, étant donné ces mouvements qui compensent tout écart, les anticipations d'inflation pourraient varier à court ou à moyen terme. Cela n'affecterait pas l'efficacité de la politique monétaire, bien au contraire. Il en résulterait des mouvements temporaires des taux d'intérêt réels qui accentueraient la marge de manœuvre des banques centrales. Si l'inflation était trop basse pendant une certaine période, les anticipations d'inflation augmenteraient temporairement et les taux d'intérêt réels pourraient davantage diminuer. Ainsi, l'économie serait plus facilement stimulée, en cas de besoin, avec ce type de cible.

GRAPHIQUE 4

La trajectoire à long terme des prix varie selon le régime choisi



Source : Desjardins, Études économiques

Les anticipations bougeraient-elles comme prévu?

Les principales critiques à l'égard d'une cible sur le niveau des prix concernent la plus grande difficulté à les comprendre et l'incertitude quant à l'évolution prévue des anticipations d'inflation des ménages et des entreprises. Après une période prolongée de faible inflation, les ménages et les entreprises pourraient ne pas croire en une accélération des prix pour compenser l'écart accumulé. Dans ce cas, une baisse des anticipations d'inflation ferait augmenter les taux d'intérêt réels et la marge de manœuvre pour stimuler l'économie serait réduite.

Il faudrait que les banques centrales maintiennent une forte crédibilité dans un tel régime. Notamment, elles devraient être convaincantes quant à leur capacité d'influencer les prix en tout temps et dans le sens désiré. Or, cela pourrait s'avérer tout un défi, surtout dans des situations similaires à celle du Japon et de

la zone euro, où les taux d'intérêt sont déjà très faibles et où des outils non conventionnels comme les achats d'actifs ont déjà été amplement utilisés.

Pour les mêmes raisons, il pourrait également être difficile pour certaines banques centrales de relever leur cible d'inflation advenant le cas où cette option serait privilégiée. Si les agents économiques n'adaptent pas leurs anticipations à un changement de la cible, cela nécessiterait davantage d'assouplissements monétaires pour générer l'inflation requise. Le problème de la faible marge de manœuvre des banques centrales deviendrait encore plus flagrant.

Il y a un besoin pour trouver de nouveaux outils

En plus des ajustements standards aux taux d'intérêt, les banques centrales ont maintenant recours à divers outils pour influencer l'économie et maintenir un contrôle sur les prix. Il y a les indications prospectives, qui consistent à donner plus d'informations sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs. Cela augmente l'influence qu'ont les banques centrales sur les taux d'intérêt de plus long terme. Il y a aussi le recours à des achats massifs d'actifs, qui contribuent au même résultat en plus d'encourager les investisseurs à se tourner vers d'autres types d'actifs et à prendre plus de risques. Finalement, il y a les taux d'intérêt négatifs.

Des limites existent pour ces outils. Des taux d'intérêt trop bas en territoire négatif peuvent finir par faire plus de mal que de bien³. Pour les mêmes raisons, les indications prospectives et les achats d'actifs ne peuvent pas être utilisés pour abaisser toujours plus bas les taux de long terme. Qui plus est, une banque centrale ne peut pas acheter plus d'obligations gouvernementales qu'il y en a sur le marché.

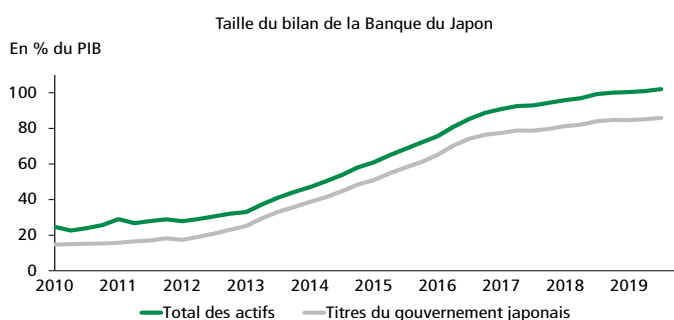
Il y aurait toujours l'option d'acheter des obligations d'entreprises, voire des actions, pour accroître le bassin d'actifs disponibles, mais cela signifierait que les banques centrales prendraient beaucoup plus de risques, ce qui n'est pas souhaitable. Les titres gouvernementaux à faible risque devraient demeurer les titres les plus achetés par les banques centrales. Cela n'a pas empêché la taille du bilan de la BoJ de dépasser 100 % de son PIB (graphique 5 à la page 4). C'est nettement plus que ce qu'aucune autre banque centrale n'a atteint. Toutefois, il faudrait que l'endettement public augmente fortement en Europe et aux États-Unis pour permettre à la BCE et à la Fed d'aller aussi loin.

Cela nous amène aux gouvernements, qui pourraient adopter des politiques expansionnistes pour aider les banques centrales à stimuler l'économie et relever l'inflation. Une partie de la dette émise pour financer des politiques budgétaires expansionnistes pourrait être achetée par les banques centrales afin de maintenir

³ [Cinq ans de taux négatifs en Europe et c'est loin d'être terminé!](#), Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 10 septembre 2019, 5 p.

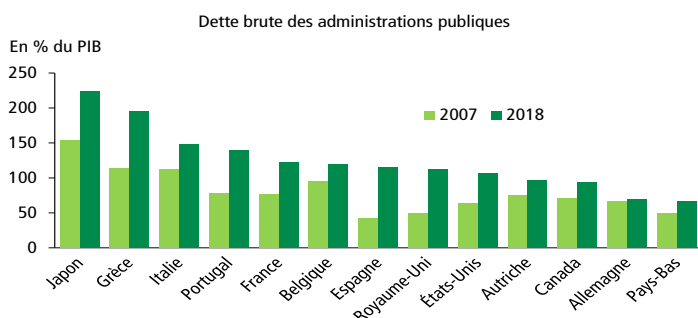
les taux d'intérêt faibles, même ceux de long terme. Cependant, il n'est pas garanti que ce manège durerait très longtemps. Tôt ou tard, des craintes pourraient s'élever à l'égard des niveaux d'endettement des pays et des risques pour la stabilité financière à long terme (graphique 6). Il pourrait aussi y avoir une réduction des dépenses des consommateurs et de l'investissement des entreprises en anticipation à de futures hausses d'impôts pour rembourser la dette publique, ce que l'on appelle le principe de l'équivalence ricardienne.

GRAPHIQUE 5 La taille du bilan de la Banque du Japon dépasse 100 % du PIB



Sources : Datastream, Banque du Japon et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6 L'endettement a fortement augmenté dans plusieurs pays



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

L'hélicoptère à argent

Plutôt que de miser sur des efforts supplémentaires de la part des gouvernements déjà très endettés, une autre solution serait le financement monétaire, que l'on appelle aussi l'hélicoptère à argent. Telle une pluie de billets, les banques centrales stimuleraient l'économie au moyen de transferts directs d'argent aux gouvernements, aux consommateurs ou aux entreprises. Il n'y aurait pas d'augmentation de l'endettement public avec cette approche.

Le principe a d'abord été évoqué par le père du monétarisme, Milton Friedman. Ben Bernanke l'avait repris au début des

années 2000 en indiquant qu'il s'agissait de l'arme ultime pour combattre la déflation⁴. Il reste qu'il n'y a pas encore de consensus sur ce possible outil, surtout sur la façon de l'appliquer. Trois ex-banquiers centraux, avec la collaboration d'une autre chercheuse, ont néanmoins retenu l'attention en août dernier en détaillant une procédure basée sur la collaboration entre les autorités monétaires et gouvernementales⁵. En gros, une banque centrale pourrait décider d'un montant à déposer dans un fonds spécial qui, lui, serait géré par le gouvernement, qui déciderait de la façon dont les sommes seraient dépensées dans l'économie.

Il reste qu'il ne serait pas simple de déterminer les montants à injecter pour influencer l'inflation de quelques dixièmes de point⁶. L'effet final pourrait dépendre de plusieurs facteurs et il serait sans doute prudent d'y aller avec des montants plus petits pour éviter un emballement de l'inflation.

Il n'est pas certain que les banques centrales puissent se résigner à utiliser un outil aussi extrême pour conserver leur crédibilité quant à l'atteinte de leurs cibles d'inflation. Il s'agirait vraiment d'un outil de dernier recours. Il faudrait aussi que les gouvernements ne puissent plus stimuler l'économie sans que le poids des dettes génère d'importants remous sur les marchés financiers.

D'autres objectifs envisagés

Les banques centrales pourraient finalement préférer se donner simplement plus de flexibilité en se montrant, par exemple, plus tolérantes vis-à-vis d'une faible inflation. Les cibles d'inflation pourraient surtout être vues comme des moyennes à atteindre sur le long terme, mais moins à court et à moyen terme. Les banques centrales pourraient alors se concentrer sur d'autres objectifs, comme l'état de l'économie, le marché du travail ou la stabilité financière. C'est d'ailleurs la tendance que certaines d'entre elles ont déjà prise. Par exemple, la Fed a toujours porté une grande attention à l'état de l'économie et du marché du travail, et ce, même depuis qu'elle s'est dotée d'une cible d'inflation officielle en 2012. Certains économistes aimeraient voir la *Loi sur la Banque du Canada* être modifiée pour incorporer un objectif officiel de soutien à l'emploi⁷.

⁴ Ben BERNANKE, [Deflation: Making Sure «It» Doesn't Happen Here](#), Discours devenant le National Economists Club, Washington, D.C., 21 novembre 2002.

⁵ Elga BARTSCH, Jean BOIVIN, Stanley FISCHER et Philipp HILDERBRAND, [Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination](#), SUERF, The European Money and Finance Forum, n° 105, octobre 2019.

⁶ [Le principe de l'hélicoptère à argent : comment cela fonctionne et de quels montants s'agit-il?](#), Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, 6 octobre 2016, 7 p.

⁷ [Lettre adressée à l'honorable Bill Morneau, Ministre fédéral des Finances du Canada, par des économistes canadiens favorables à l'adoption d'un mandat assorti de plusieurs objectifs pour la Banque du Canada](#), 28 mai 2018.

Il reste que l'ajout de cible peut compliquer le travail des banques centrales. Les décisions requises sur le plan de la politique monétaire pourraient varier selon chaque objectif visé. Une seule cible sur le PIB nominal pourrait prendre en compte à la fois l'inflation et l'état de l'économie ou du marché du travail. La cible pourrait correspondre à la croissance économique potentielle estimée, plus un taux d'inflation souhaité à long terme. Cela dit, la croissance économique potentielle tend à varier dans le temps et la cible pourrait nécessiter des révisions occasionnelles. Les délais un peu plus longs pour obtenir les données sur le PIB pourraient aussi être problématiques, de même les nombreuses révisions de celles-ci. Par conséquent, la gestion d'une telle cible risquerait d'être compliquée. Cela serait encore plus vrai pour une cible sur le niveau du PIB nominal plutôt que sur sa variation.

Quant à la stabilité financière, les banques centrales pourraient chercher à limiter le surendettement ou la formation de bulles dans certaines classes d'actifs. Des travaux de la Banque des règlements internationaux laissent à penser qu'une meilleure prise en compte des déséquilibres financiers dans la conduite de la politique monétaire pourrait réduire le risque de crise financière et le risque de connaître des situations où les taux d'intérêt doivent être maintenus longtemps à des niveaux très faibles⁸.

Il serait toutefois difficile d'établir des cibles précises en matière de stabilité financière. Il n'est pas évident d'estimer le niveau idéal d'endettement ou la juste valeur des actifs. Néanmoins, les banques centrales montrent de plus en plus de préoccupations sur ces enjeux. Par exemple, la Banque du Canada ajuste sa politique monétaire en considérant différents ensembles de risques ayant une influence sur la stabilité des prix ou sur la stabilité financière. L'endettement des ménages canadiens et l'état du marché de l'habitation sont actuellement des arguments militant pour une plus grande prudence quant à d'éventuelles baisses de taux d'intérêt.

Enfin, il ne faudrait pas miser uniquement sur les banques centrales et les politiques monétaires pour assurer la stabilité financière. Les gouvernements et les organismes internationaux ont définitivement un rôle important à jouer de ce côté par le biais de mesures macroprudentielles et d'un cadre réglementaire approprié.

De grandes décisions pourraient être prises dans les prochaines années

L'utilisation des cibles d'inflation repose sur des fondements solides et procure de nombreux avantages. Cependant, la situation actuelle, où les cibles sont plus difficilement atteintes malgré des politiques monétaires très accommodantes, porte à réflexion.

La pression reste forte pour trouver de nouveaux outils afin de pouvoir faire face à un nouveau choc économique et à un autre affaiblissement de l'inflation. Les indications prospectives, les achats massifs d'actifs et les taux d'intérêt négatifs ont donné de nouvelles marges de manœuvre aux banques centrales, mais des limites pointent tout de même dans leur utilisation. Les gouvernements pourraient pallier en partie le problème et l'idée du financement direct par les banques centrales pourrait continuer de faire son chemin. Il s'agirait cependant de l'ultime recours pour générer de l'inflation.

Il est possible que des banques centrales modifient leur cadre de gestion de la politique monétaire au cours des prochaines années pour se donner de nouvelles marges de manœuvre. Il n'y a cependant pas d'option claire qui ressort du lot. Chacune des options suggérées présente ses avantages et ses inconvénients. La moins contraignante semble celle d'opter pour plus de flexibilité lorsque l'inflation est faible et de considérer des objectifs complémentaires à la politique monétaire. C'est la voie qui semble vouloir être empruntée depuis quelques années, mais est-ce suffisant? Il ne faudrait pas que le maintien de faibles taux d'intérêt pendant encore plusieurs années nous conduise vers une nouvelle période d'instabilité financière et une correction brutale de l'emploi.

Hendrix Vachon, économiste principal

⁸ Claudio BORIO et al., [What anchors for the natural rate of interest?](#) BIS Working Papers, n° 777, 26 mars 2019.