

Les politiques monétaires après la crise Deuxième partie - Limiter les distorsions

Le recours à des achats massifs de titres financiers représente une des principales innovations des banques centrales à la suite de la crise financière de 2008-2009. Si ces achats ont prouvé leur efficacité pour soutenir les marchés financiers en temps de crise et pour abaisser les taux d'intérêt, leurs effets positifs sur l'économie et sur l'inflation demeurent incertains. Comme ces achats entraînent aussi d'énormes distorsions sur les marchés financiers, qui pourraient avoir de graves conséquences à long terme, les banques centrales devraient être très prudentes dans leur utilisation et elles feraient probablement mieux de réserver les achats massifs d'actifs pour des situations de crise.

L'ÉMERGENCE DES ACHATS MASSIFS DE TITRES FINANCIERS PAR LES BANQUES CENTRALES

Nous avons récemment publié un premier *Point de vue économique* sur la façon dont les politiques monétaires ont changé à la suite de la crise financière de 2008-2009¹. Celui-ci se concentrait surtout sur le fait que les banques centrales semblaient maintenant trop agir sur des considérations de court terme. Cela a contribué à mettre en place un cycle d'assouplissement presque ininterrompu qui nous semblait de moins en moins approprié à la situation des économies avancées. Dans cette seconde étude, nous parlerons principalement des achats massifs d'actifs financiers que plusieurs banques centrales ont utilisés au cours des dernières années.

Depuis longtemps, les banques centrales négocient des titres financiers dans le cadre de leurs opérations habituelles. La Réserve fédérale (Fed), par exemple, détenait pour environ 900 G\$ US de titres fédéraux avant la crise. La Banque du Japon (BoJ) s'était aussi déjà tournée vers les achats massifs d'actifs au début des années 2000, face à la faiblesse persistante de son économie et de son inflation. Il s'agissait toutefois d'un cas d'exception jusqu'à la crise financière de 2008-2009. Pendant la crise de liquidité qui a précédé d'environ 1 an la chute de Lehman Brother, la Fed a mis en place plusieurs mesures visant à injecter des fonds dans le système financier, sans toutefois acquérir véritablement les

titres boudés par les investisseurs. Ces mesures ne visaient pas à assouplir davantage la politique monétaire, alors que la Fed jugeait souhaitable de maintenir des taux directeurs relativement élevés, mais plutôt à assurer le bon fonctionnement des marchés financiers.

À la fin de 2008, les choses avaient pris une tournure beaucoup plus inquiétante. Face à la pire crise financière depuis la dépression des années 1930, les injections de liquidités et la réduction des taux directeurs tout près de zéro n'apparaissaient plus comme des outils suffisants. La Fed s'est alors tournée vers des achats massifs de titres financiers. Le premier programme d'achats, qui visait principalement à supporter le marché des titres hypothécaires aux États-Unis, a ainsi été lancé tard en 2008. Quelques mois plus tard, ce programme a été élargi pour inclure d'importants achats d'obligations fédérales. En plus de soutenir le bon fonctionnement des marchés financiers, ces achats, en combinaison avec des indications prospectives annonçant le maintien des taux directeurs au plancher pour plusieurs trimestres, visaient à continuer à assouplir davantage la politique monétaire en abaissant les taux d'intérêt de plus long terme. Ayant aussi atteint le plancher effectif de ses taux directeurs, la Banque d'Angleterre (BoE) s'est aussi lancée dans un programme d'achats d'obligations fédérales en mars 2009.

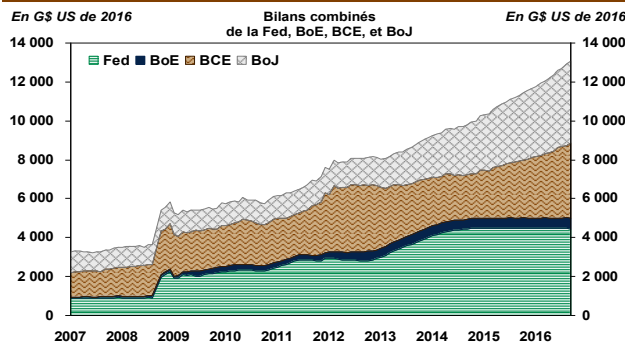
LA REPRISE DÉCEVANTE A NORMALISÉ LES ACHATS D'ACTIFS

On aurait pu penser que la fin de la crise financière vers le printemps de 2009 mettrait fin aux politiques monétaires non conventionnelles. La réalité en a été tout autre alors que

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Les politiques monétaires après la crise - Première partie - Remettre l'accent sur le moyen terme », 7 novembre 2016, <https://www.desjardins.com/ressources/pdf/pv161107-f.pdf?resVer=1478530085000>

la crise des dettes publiques en zone euro a forcé la Banque centrale européenne à se lancer à son tour dans les achats massifs d'obligations. Non satisfaites de la reprise économique et craignant une rechute ou une baisse trop forte des anticipations d'inflation, les grandes banques centrales ont continué d'annoncer de nouveaux programmes d'achats d'actifs au cours des dernières années, ce qui a entraîné une explosion de la taille de leur bilan (graphique 1). En plus de représenter un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire, les mesures non conventionnelles devaient stimuler l'activité économique par d'autres mécanismes de transmission, en particulier par un gonflement du prix des actifs financiers et une devise plus faible. Certaines plus petites banques centrales, dont la Banque de Suède, ont aussi eu recours aux achats d'actifs alors que d'autres, dont la Banque du Canada (BoC), les ont officiellement ajoutés à leur arsenal², sans toutefois les utiliser jusqu'à maintenant.

Graphique 1 – Les achats massifs d'actifs financiers ont fait exploser les bilans des banques centrales



Fed : Réserve fédérale; BoE : Banque d'Angleterre; BCE : Banque centrale européenne; BoJ : Banque du Japon
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

On peut penser que le but initial des banquiers centraux après la crise était d'utiliser au maximum leurs outils sur une courte période pour générer une forte reprise économique. Dans un tel scénario, les banques centrales auraient pu rapidement normaliser leur politique monétaire. En réalité, la reprise économique n'a cessé de décevoir au cours des dernières années et l'inflation est généralement demeurée trop faible. Les banquiers centraux ont ainsi été incités à toujours annoncer des mesures de stimulation plus agressives, ce qui a même mené à des taux négatifs en Europe et au Japon.

Les achats massifs d'actifs ont ainsi été de moins en moins perçus comme des mesures extraordinaires, mais plutôt comme une partie plus ou moins normale de l'arsenal des banques centrales. Dans un discours récent³, la Présidente

² Banque du Canada, *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, décembre 2015

³ Janet L. Yellen, *The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future*, 26 août 2016.

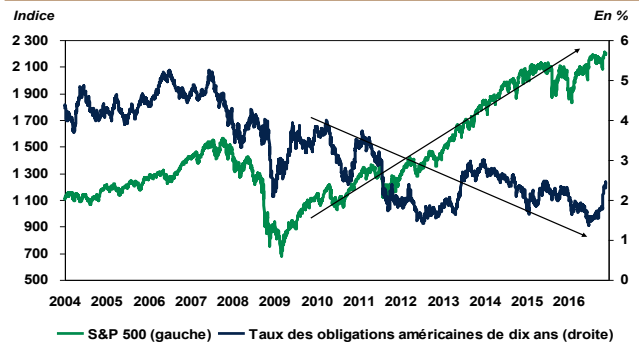
de la Fed a confirmé que les achats massifs de titres financiers faisaient maintenant partie des outils de politique monétaire et qu'ils pourraient de nouveau servir dans le futur, entre autres lorsque les taux directeurs auront été diminués au minimum. La BoC a aussi utilisé l'argument de la possibilité d'utiliser les achats d'actifs pour justifier le maintien de sa cible d'inflation à 2 %⁴.

LES ACHATS DE TITRES FONT-ILS PLUS DE BIEN QUE DE MAL?

À première vue, la faiblesse de la reprise économique et le maintien d'une inflation trop faible dans les économies avancées pourraient nous amener à conclure que les achats d'actifs ne sont pas des outils efficaces de politiques monétaires. Cependant, les banques centrales semblent convaincues que la situation aurait été bien pire sans les achats.

Plusieurs études sérieuses ont été réalisées⁵ sur l'efficacité des achats de titres et elles concluent généralement qu'ils ont eu un impact majeur sur les taux d'intérêt et sur le prix d'autres actifs financiers. L'évolution contrastée des Bourses et des taux obligataires depuis 2010 illustre bien à notre avis ce phénomène (graphique 2). Les conclusions sur les bénéfices des mesures quantitatives sur l'activité économique et l'inflation sont moins claires. L'étude citée précédemment de la BoE conclut qu'il y a certaines indications que les achats d'actifs accroissent temporairement l'activité et les prix. Ces effets ont cependant beaucoup varié selon les pays et les périodes de temps alors que les mesures quantitatives semblent plus efficaces lorsque les marchés financiers connaissent des difficultés.

Graphique 2 – Les achats d'actifs pourraient expliquer l'évolution contrastée des Bourses et des taux d'intérêt depuis 2010



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

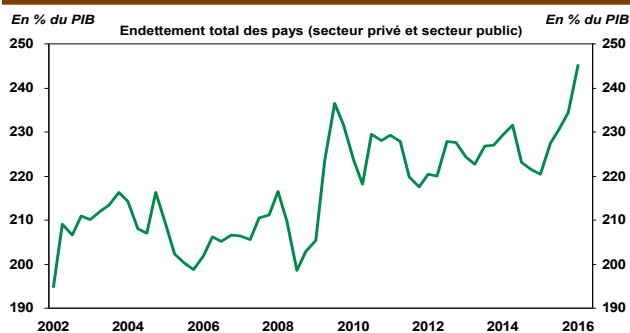
⁴ Banque du Canada, *Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation*, octobre 2016.

⁵ Par exemple, Bank of England, QE : the story so far, *Staff Working Paper* No. 624, Haldane, Roberts-Sklar, Wieladek and Young.

Un dernier point intéressant qui ressort de l'étude de la BoE est que les achats quantitatifs ont d'importants effets internationaux, alors que par exemple les achats d'actifs de la Réserve fédérale ont gonflé la valeur des actifs financiers à l'échelle internationale en plus d'entraîner d'importants ajustements sur le marché des devises. L'expérience canadienne illustre bien ces effets internationaux alors que nos taux obligataires ont continué de diminuer dans les années suivant la crise malgré le fait que la BoC n'a pas eu recours à des mesures quantitatives.

Les banques centrales ont toujours été conscientes que les achats de titres financiers avaient aussi des conséquences moins positives, entre autres, en défavorisant les ménages qui ont besoin d'un revenu d'intérêt et en augmentant le risque de bulles financières. Ces effets négatifs semblaient toutefois plus que contrebalancés par les effets macro-économiques positifs. Les perceptions ont toutefois commencé à changer au cours des derniers trimestres alors que de plus en plus d'acteurs importants, dont la Banque du Japon (BoJ), s'inquiètent des effets négatifs liés aux taux obligataires excessivement bas, entre autres, sur la stabilité financière. Le fait que, malgré une reprise économique qui demeure modeste, le taux d'endettement mondial a augmenté très rapidement pour atteindre un sommet de plusieurs décennies (graphique 3) pourrait aussi être une conséquence préoccupante de maintien sur une période prolongée de politiques monétaires non conventionnelles.

Graphique 3 – La poussée de l'endettement mondial est préoccupante

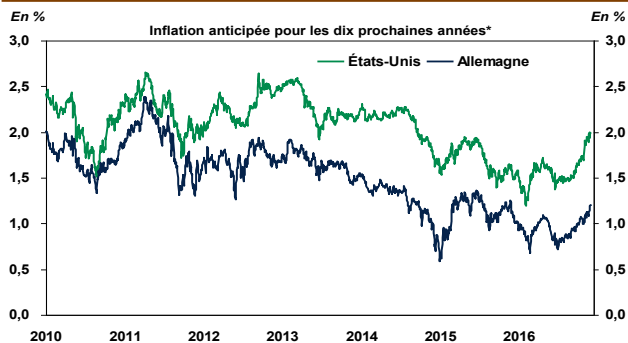


Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

LES EFFETS SUR L'INFLATION À MOYEN ET LONG TERME NE SONT PAS CLAIRS

En dehors des périodes de tensions financières, les banques centrales ont surtout eu recours aux achats massifs de titres financiers en réaction à une inflation trop faible qui menaçait d'entraîner une baisse des anticipations d'inflation. L'idée était, entre autres, de montrer qu'elles demeureraient déterminées à ramener l'inflation près du niveau ciblé. Ces efforts n'ont toutefois pas empêché les anticipations

Graphique 4 – Malgré tous les efforts des banques centrales, les anticipations d'inflation sont demeurées relativement faibles



* Calculée à partir des obligations à rendement réel.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

d'inflation de continuer d'évoluer généralement à la baisse jusqu'à tout récemment (graphique 4).

Le problème est que l'évolution des anticipations d'inflation dépend de la perception qu'ont les agents économiques des actions des banques centrales. Si l'annonce d'un programme d'achats d'actifs est perçue comme une excellente nouvelle qui assurera une bonne croissance de l'économie, il est vrai que les gens devraient commencer à anticiper une inflation plus élevée. Cependant, si cette même annonce est perçue comme une réponse à une nouvelle dégradation de la conjoncture qui laisse entrevoir une plus longue période de stagnation économique, elle pourrait entraîner une baisse supplémentaire des anticipations.

L'incapacité des banques centrales à relever les anticipations d'inflation en diminuant les taux d'intérêt cadre assez bien avec la théorie controversée des néo-fishériens⁶. Ces derniers se basent sur l'équation qui spécifie qu'un taux d'intérêt nominal est égal à la somme d'un taux d'intérêt réel plus d'une anticipation d'inflation pour affirmer qu'une baisse des taux d'intérêt peut entraîner une diminution des anticipations d'inflation. Plusieurs rejettent du revers de la main cette théorie puisque des taux d'intérêt plus bas devraient stimuler l'activité économique et entraîner des pressions inflationnistes. Les arguments des néo-fishériens sont cependant plus difficiles à rejeter dans un horizon de long terme où il est habituellement supposé que les politiques monétaires n'ont pas d'effet sur les taux d'intérêt réels. Sans accepter complètement la théorie des néo-fishériens, les banques centrales devraient réaliser qu'il y a une certaine contradiction à exercer des pressions à la baisse sur les taux obligataires de long terme tout en espérant que les gens anticipent une inflation plus élevée.

⁶ Stephen Williamson, *Neo-Fisherism A Radical Idea, or the Most Obvious Solution to the Low-Inflation Problem?* Réserve fédérale de Saint-Louis, juillet 2016.

GONFLER ARTIFICIELLEMENT LE PRIX DES ACTIFS EST-IL UNE BONNE STRATÉGIE?

Au-delà de la question à savoir si les achats massifs de titres par les banques centrales ont plus d'effets positifs ou négatifs sur l'activité économique et sur l'inflation, une question beaucoup plus fondamentale se pose. Quelles seront les conséquences à long terme de maintenir d'importantes distorsions sur les marchés financiers? La Fed n'a jamais caché qu'une des façons dont les achats d'actifs pourraient avoir des effets positifs sur l'économie était en gonflant le prix de plusieurs actifs financiers. En plus de soutenir directement le prix des certains actifs, ces achats forcent les autres détenteurs de titres à acquérir d'autres actifs souvent plus risqués, ce qui exerce, entre autres, des pressions à la baisse sur les primes de risque. De plus, la chute des taux obligataires peut justifier des prix plus élevés pour tous les actifs offrant un certain rendement aux investisseurs. Dans ce contexte, il n'est pas surprenant que les dernières années aient été très favorables pour la plupart des classes d'actifs financiers.

Il est logique de penser qu'une hausse des prix des actifs, même artificielle, pourrait stimuler l'économie à court terme, entre autres, en augmentant la richesse des ménages. Il serait toutefois difficile de trouver un seul économiste sérieux pour argumenter qu'une telle stratégie serait bénéfique à long terme. Ce gonflement des prix risquerait de mener à des bulles financières dont l'explosion pourrait avoir des effets négatifs très graves, comme l'ont montré les exemples de la bulle des technos au début des années 2000 ou de la bulle immobilière américaine.

IL FAUT LAISSER LE MARCHÉ FINANCIER JOUER SON RÔLE

Encore plus fondamentalement, il ne faut pas oublier qu'un rôle primordial des marchés financiers est de favoriser une allocation efficace du capital dans l'économie. Ce rôle est, entre autres, rempli en permettant d'établir un prix juste pour les actifs financiers. À notre avis, les distorsions majeures découlant des achats d'actifs par les banques centrales empêchent actuellement la formation d'un prix juste sur plusieurs marchés. De telles distorsions sur une courte période ne devraient pas avoir d'effets très graves. Cependant si les achats d'actifs deviennent des outils normaux de politiques monétaires, ces distorsions risquent de devenir permanentes. Notons qu'une banque centrale n'a pas besoin d'acheter un actif pour soutenir artificiellement son prix, elle n'a qu'à laisser entendre qu'elle pourrait l'acheter éventuellement.

Il faut reconnaître que les actions des banques centrales ont toujours entraîné certaines distorsions sur les marchés financiers. Alan Greenspan, par exemple, semblait parfois utiliser la politique monétaire pour soutenir le marché boursier. Toutefois, cette situation ne se comparait pas à celle d'aujourd'hui où les grandes banques centrales sont devenues des joueurs incontournables sur les marchés obligataires et même sur le marché des actions au Japon. À notre avis, il existe un risque sérieux que les taux d'intérêt extrêmement bas découlant des actions des banques centrales entraînent un trop grand endettement à court terme, entre autres, du côté des ménages et des gouvernements, ce qui risque de réduire la croissance économique au cours des années subséquentes.

RÉSERVER LES ACHATS D'ACTIFS POUR LES CRISES FINANCIÈRES

Une fois tout considéré, il faut conclure que les achats massifs de titres financiers sont des outils puissants qui doivent être utilisés avec beaucoup de prudence. Annoncer des achats massifs de titres financiers est bien différent d'une baisse des taux directeurs et il ne faudrait pas que les banques centrales commencent à considérer ces deux outils comme des substituts.

En période normale, les bénéfices limités des achats d'actifs ne justifient pas leur utilisation, à notre avis, surtout que leur effet semble surtout se faire sentir à court terme. Comme nous le soulignons dans notre précédent *Point de vue économique*, les banques centrales gagneraient à recommencer à reconcentrer leurs actions sur un horizon de moyen terme plutôt que d'avoir constamment recours à des mesures non conventionnelles dont les effets à long terme pourraient être très néfastes.

Toutefois, il ne serait pas raisonnable de demander aux banques centrales de renoncer complètement aux achats de titres financiers. Ces mesures ont joué un rôle important pour limiter les effets négatifs des dernières crises financières et il pourrait être nécessaire de les utiliser de nouveau dans des périodes de tensions importantes de tension sur les marchés. Pour limiter les distorsions inhérentes du fait que les banques centrales possèdent maintenant de tels outils, elles devraient toutefois clairement indiquer qu'elles ne seront utilisées que de façon exceptionnelle et pour des périodes limitées.

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal