

De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ?*

Christophe Blot et Paul Hubert

Sciences Po, OFCE

* Ce document a bénéficié des remarques de Guillaume Allègre, Edouard Challe, Jérôme Creel, Éric Heyer, Xavier Ragot, Giovanni Ricco et Raul Sampognaro.

Depuis 2009, les banques centrales achètent massivement des titres de dette publique. Cette politique d'assouplissement quantitatif (QE) a fait exploser la taille de leur bilan et certains y voient *de facto* une monétisation des dettes publiques. La monétisation, concept flou dans le débat public, est associée à l'image d'une banque centrale « faisant tourner la planche à billets », ce qui en pratique ne correspond pas aux opérations conduites aujourd'hui.

La monétisation devrait se traduire par i) une économie d'intérêts payés par le gouvernement, ii) une création de monnaie, iii) permanente (ou durable) et iv) refléter un changement implicite de l'objectif des banques centrales ou de leur cible d'inflation.

Le QE se distingue de la monétisation parce qu'il ne crée pas de la monnaie mais des réserves excédentaires. Les caractéristiques de ces réserves sont très différentes de celle de la monnaie. Elles sont soumises à un taux d'intérêt et ne circulent qu'au sein du système bancaire.

Le QE permet de réduire la charge d'intérêts payée par le gouvernement mais ne modifie pas ses obligations à l'égard du remboursement de la dette. Cette politique est efficace pour limiter la hausse des taux d'intérêt souverains, notamment leurs écarts dans la zone euro, et améliorer la soutenabilité des dettes publiques. Elle montre cependant ses limites en tant qu'outil de stabilisation macroéconomique.

Une politique de monétisation, qui elle crée de la monnaie, serait probablement plus efficace en termes de stabilisation de la croissance nominale. Elle requiert cependant une plus forte coordination avec la politique budgétaire, ce qui la rend plus difficile à mettre en œuvre dans la zone euro.

L'annulation de dette publique détenue par les banques centrales est une autre option possible. Son objectif est de donner des marges de manœuvre supplémentaires à la politique budgétaire. Ce choix n'aurait pas d'incidence sur l'orientation de la politique monétaire. Cependant, le signal envoyé aux investisseurs est ambigu : en suggérant qu'un défaut souverain est possible, il pourrait se traduire *in fine* par une hausse des taux d'intérêt. L'annulation pourrait donc être contreproductive alors que les gouvernements n'ont actuellement aucun mal à financer leur dette et que les taux d'intérêts souverains sont négatifs dans de nombreux pays.

Version modifiée le 27/11/2020, les notes 7, 20 et 29 ont été ajoutées.

À partir de 2009, les banques centrales sont intervenues massivement sur les marchés de dette publique. Ces politiques qualifiées de QE se sont traduites par une forte augmentation de la taille de leur bilan et par l'acquisition d'une proportion élevée de titres, principalement souverains. La crise de la Covid-19 a conduit les banques centrales à réactiver ou à amplifier ces mesures. Ainsi, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle réaliserait des achats illimités de titres souverains afin de garantir l'efficacité de la transmission de la politique monétaire et la BCE a lancé un nouveau programme (PEPP) de 1 350 milliards d'euros retardant à une date non définie une éventuelle normalisation de la politique monétaire. Ces mesures – exceptionnelles – étaient initialement prévues pour être temporaires. Force est de constater qu'elles s'inscrivent dans la durée si bien que certains y voient une monétisation des dettes publiques. Notons cependant que ces opérations n'ont jamais été présentées comme telle par les banques centrales, notamment parce qu'elles sont souvent proscrites, comme c'est le cas dans la zone euro, suggérant ainsi que la définition de ce que recouvre la monétisation ne fait pas consensus. Il y a donc un besoin de clarifier cette notion, dont l'utilisation est de plus en plus fréquente comme en témoigne la fréquence d'utilisation du terme (voir graphique 1).

L'objectif de ce *Policy brief* est d'apporter un éclairage sur un concept flou dans le débat public et pouvant correspondre à diverses options de politique monétaire que nous allons présenter. Les différences entre ces options sont importantes pour la composition du bilan de la banque centrale, la contrainte budgétaire du gouvernement, le risque inflationniste et l'évolution des prix d'actifs. À cette fin, nous discutons du fonctionnement de la politique monétaire, de la notion de monnaie et des interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire¹.

La monétisation est souvent associée à l'image d'une banque centrale « faisant tourner la planche à billet », ce qui en pratique ne correspond pas aux opérations qu'elles conduisent aujourd'hui. Avant la mise en œuvre du QE, les banques centrales détenaient déjà des titres souverains à des fins de politique monétaire sans qu'il soit question de monétisation. C'est pourquoi il est nécessaire de définir les critères selon lesquels on peut considérer qu'une banque centrale monétise la dette publique. Nous argumentons que cette opération doit remplir quatre critères : la monétisation se traduit par i) une *économie d'intérêts payés* par le gouvernement, ii) *une création de monnaie supplémentaire* iii) *de façon permanente (ou durable)* et iv) *pouvant se traduire par un changement implicite de l'objectif des banques centrales ou de leur cible d'inflation*. À cet égard, nous considérons que le QE ne s'apparente pas à de la monétisation notamment parce qu'il ne remplit pas les critères ii), iii) et iv). La frontière entre QE et monétisation devient cependant de plus en plus poreuse parce que les banques centrales recourent au QE depuis plus de 10 ans. Le QE semble efficace pour limiter la hausse des taux d'intérêt souverains, notamment leurs écarts dans la zone euro, et améliorer la soutenabilité des dettes publiques. Cette politique montre cependant ses limites, en tant qu'outil de stabilisation macroéconomique², et est insuffisante pour faire face à la crise actuelle. Pour accompagner plus efficacement la politique budgétaire et assurer sa soutenabilité, nous pensons que les banques centrales devraient réorienter leur politique de QE vers une politique de monétisation dans le but de soutenir la croissance nominale (l'activité réelle et l'inflation).

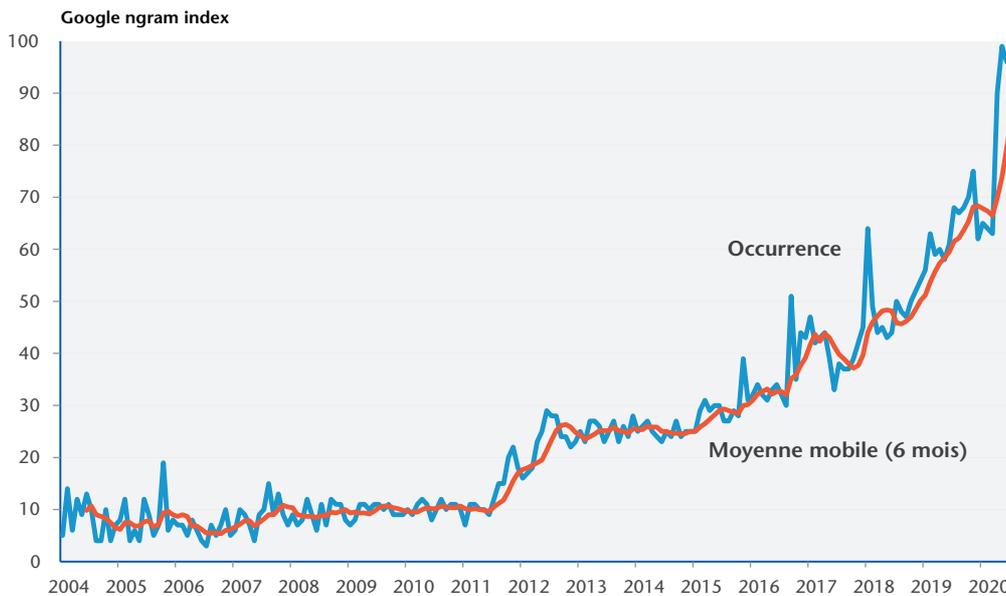
1.

Ces interactions ouvrent la question de l'indépendance des banques centrales. Ce débat n'est cependant pas abordé ici mais a été analysé par C. Blot, 2018, « Les banques centrales peuvent-elles encore être indépendantes ? », *Revue française d'économie*, vol. 33, n° 3, pp. 127-164.

2.

Voir *OFCE le Blog* du 28 septembre sur l'efficacité du PEPP pour réduire les écarts de taux souverains dans la zone euro.

Graphique 1. Occurrences du terme « monétization » dans les recherches en ligne



Source : Google trend. La recherche porte sur le terme « monétization » sur une échelle internationale.

1. Qu'est-ce que le QE ?

Avant la crise financière et la récession de 2008-2009, la conduite de la politique monétaire reposait sur la fixation d'une cible de taux à très court terme : le taux des opérations principales de refinancement dans la zone euro ou le taux des fonds fédéraux aux États-Unis. Les variations de la cible de taux signalaient l'orientation de la politique monétaire et se transmettaient aux autres taux – de marché ou bancaires – et aux prix d'actifs afin de stimuler ou freiner l'activité et l'inflation.

Les perspectives de récession et la réduction de l'inflation ont conduit les banques centrales à baisser les taux d'intérêt courts. Une fois ceux-ci proches de zéro, les achats de titres ont joué un rôle essentiel permettant aux banques centrales d'agir sur les taux de marché sur des maturités plus longues afin de poursuivre l'assouplissement de la politique monétaire. Ces mesures se sont traduites par une forte augmentation de la taille du bilan des principales banques centrales (graphique 2). Ces mesures, motivées par le mandat des banques centrales sur la stabilité des prix, devaient être exceptionnelles et temporaires. Notons également que l'instabilité financière a provoqué une crise de liquidité et poussé les banques centrales à proposer différents programmes de prêts aux institutions financières, qui ont contribué à l'augmenter la taille des bilans.

En pratique, les banques centrales – la Réserve fédérale dès 2009 et la BCE à partir de 2015³ – ont principalement acheté des titres émis par le Trésor. Aux États-Unis, le bilan de la Réserve fédérale représentait 6 points de PIB en 2007 et a atteint 24,7 points en 2014. Il a ensuite baissé de plus de 6 points de PIB avant les nouvelles mesures prises dans le cadre de la crise du Coronavirus. Dans la zone euro, la composition du bilan de la banque centrale avant la crise de 2009 était très différente de celle de la Réserve fédérale puisque la BCE ne détenait pas ou peu de titres émis par les différents Trésors des États membres, ce qui s'explique par les statuts de la BCE mais surtout par la nature des opérations de politique monétaire et le fonctionnement du système financier européen⁴. La BCE prêtait ainsi directement aux établissements de crédit de la zone euro qui devaient, en contrepartie, laisser des titres en garantie. En moyenne, 39 % des actifs du

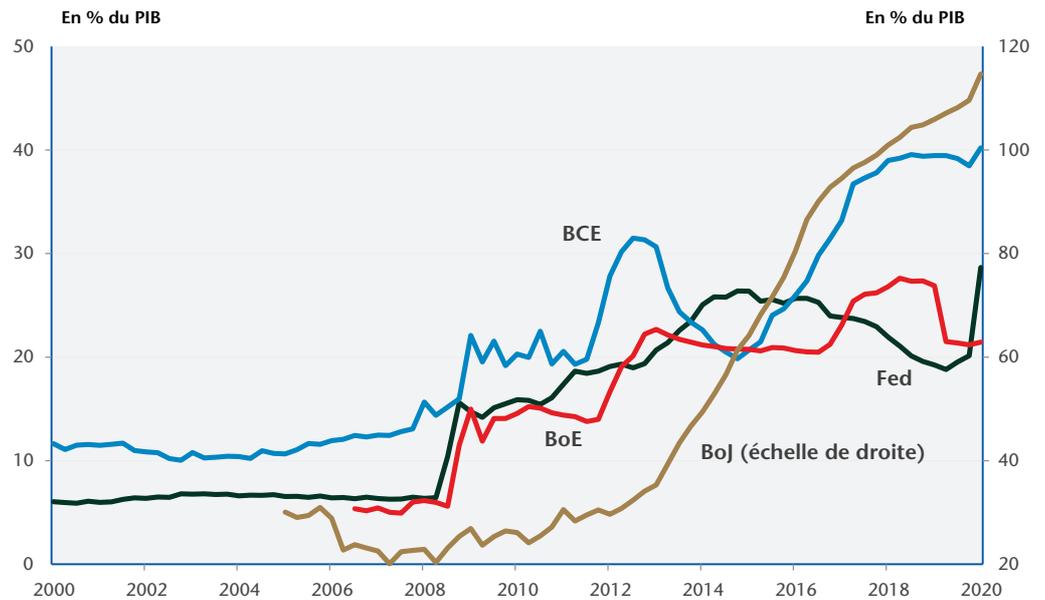
3.

Des achats de titres ont néanmoins été réalisés dans le cadre du programme SMP (*Securities Market Programme*) mis en place en mai 2010. Ce programme était cependant plus limité en ampleur et motivé par le risque de fragmentation de la zone euro. Il se distingue également des autres politiques d'achat d'actifs mises en œuvre par la suite par la BCE puisque les opérations furent stérilisées, c'est-à-dire compensées afin de réabsorber les liquidités ainsi créées.

4.

Outre la taille, la composition du bilan a également changé. Avant la crise, l'actif de la Réserve fédérale était essentiellement composé de titres du Trésor à court terme. Depuis, elle a élargi la gamme d'actifs détenus si bien que même si elle détient une fraction plus importante de la dette fédérale émise, sa part dans le bilan a diminué. Par ailleurs, la maturité moyenne de son actif a également fortement augmenté.

Graphique 2. Taille du bilan des banques centrales



Sources : Banques centrales nationales, Comptabilités nationales.

bilan de l'Eurosystème était des prêts aux institutions monétaires et financières de la zone euro – principalement octroyées dans le cadre des MRO (opérations principales de refinancement) et des LTRO (opérations de refinancement à long terme) – contre moins de 10 % de titres. La mise en œuvre du QE a réduit la part des créances sur les banques commerciales – qui est redescendue à un peu plus de 15 % en 2019 – au profit de celle des titres, passée à plus de 60 % et incluant principalement des obligations souveraines mais également des titres émis par les secteurs privés financier et non financier. On retrouve des évolutions similaires pour la Banque d'Angleterre et au Japon, à la différence que la Banque du Japon s'est lancée dans le QE avant la crise de 2007-2008.

Un élément essentiel de ces opérations dépend de qui vend le titre et comment il est payé. La banque centrale n'achète pas les titres directement auprès du Trésor mais le plus souvent à une banque commerciale, et finance cet achat par l'émission de réserves⁵. Ces réserves constituent avec les billets, la base monétaire (*high-powered money* dans la terminologie anglo-saxonne). Chaque banque détient un compte auprès de la banque centrale afin de satisfaire les besoins de réserves obligatoires⁶, d'effectuer des transactions avec les autres banques domestiques et avec la banque centrale dans le cadre des opérations de politique monétaire. La base monétaire correspond à la monnaie émise / créée par la banque centrale et représente l'essentiel du passif des banques centrales. Les réserves ainsi créées *via* le QE seront dites excédentaires puisqu'elles alimentent le compte des banques au-delà des besoins de réserves obligatoires. Par conséquent, les opérations de QE modifient le bilan de la banque centrale mais aussi celui des banques commerciales qui remplacent les obligations souveraines par un dépôt détenu auprès de la banque centrale⁷. Les caractéristiques de ces deux actifs sont différentes puisque le prix de l'obligation souveraine varie en fonction du taux d'intérêt et des primes de risques tandis que la valeur nominale des réserves est stable. Il s'agit du numéraire. Ainsi un euro (ou un dollar) de réserve émise par la BCE (ou la Réserve fédérale) vaudra toujours un euro (ou un dollar). Par ailleurs, le gouvernement peut faire défaut sur le titre mais la banque centrale ne peut pas faire défaut sur les réserves qui sont uniquement soumises au risque d'inflation qui réduit le pouvoir

5.

L'émission de réserves n'a pas pour contrepartie uniquement des titres souverains mais également des titres émis par le secteur privé financier et non financier.

6.

Les banques centrales pratiquent effectivement généralement une politique de réserves obligatoires par laquelle elles imposent aux banques commerciales de laisser une fraction des dépôts qu'elles collectent sur leur compte de réserves auprès de la banque centrale. Les réserves supérieures à la fraction obligatoire sont qualifiées de réserves excédentaires.

7.

Notons qu'au-delà de ces opérations de politique monétaire, il peut y avoir une augmentation de la masse monétaire (*via* les dépôts par exemple) résultant des opérations de politique budgétaire dont le refinancement est facilité par le QE.

d'achat de l'unité de compte⁸. Les banques sont alors moins exposées au risque souverain, ce qui réduit la probabilité qu'un défaut souverain ne provoque une crise bancaire.

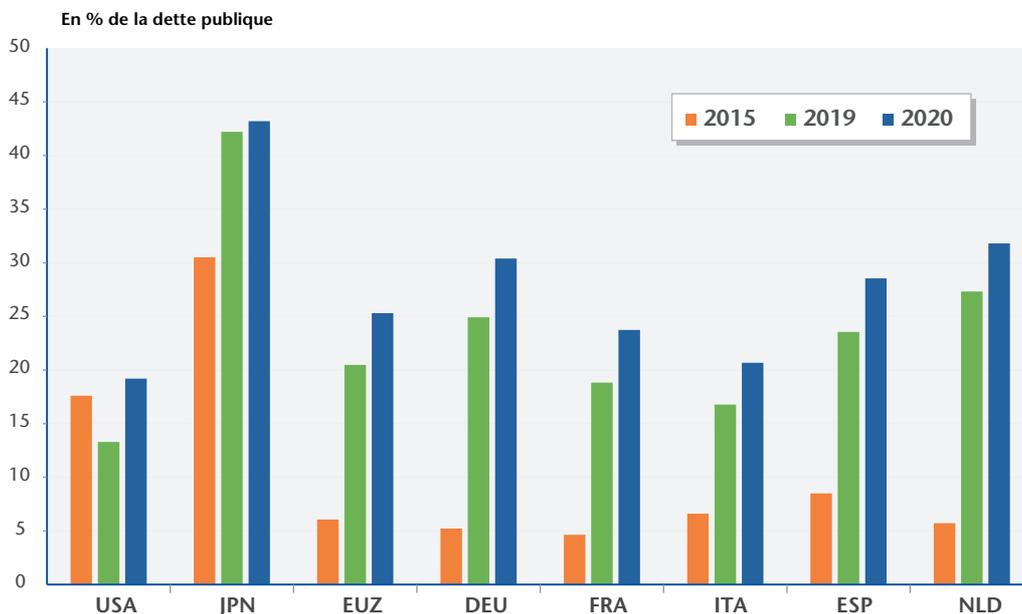
Le QE a pour objectif de réduire les conditions de financement en pesant sur la partie longue de la structure par terme des taux d'intérêt. Dans le cadre des opérations menées par la BCE, il s'agit aussi de réduire les écarts de taux souverains entre pays (*spreads*) pour favoriser l'homogénéité de la transmission de la politique monétaire. Lorsque le taux d'intérêt de court terme atteint un zéro, la banque centrale ne peut influencer les conditions financières qu'en réduisant les taux de marché sur des maturités plus longues. Le QE contribue donc à augmenter la demande de titres et améliore la capacité des États à refinancer leur déficit budgétaire.

La politique de QE a conduit les banques centrales à détenir une fraction plus importante de dette publique émise par les gouvernements. Aux États-Unis, la Réserve fédérale détenait au premier trimestre 2020 19 % de la dette fédérale américaine (graphique 3). Cette proportion était de 37 % au Royaume-Uni et 43 % au Japon. Dans la zone euro, en l'absence d'union budgétaire, la fraction de dette détenue par les banques centrales de l'Eurosystème – incluant la BCE et les banques centrales nationales des pays de la zone euro – s'élevait à 21 % de la dette italienne et à 30 % pour la dette allemande. Ces chiffres témoignent du rôle crucial que jouent les banques centrales sur les marchés de dette publique. Même si ces interventions ne se font généralement pas sur le marché primaire, elles contribuent à faciliter le financement de la dette puisqu'elles absorbent une fraction importante des émissions. Un investisseur – une banque – est assuré qu'il pourra facilement revendre le titre souverain à la banque centrale et se portera donc plus facilement acquéreur des titres émis sur le marché primaire.

8.

Pour plus de détails, voir R. Reis, 2017, « QE in the future: The central bank's balance sheet in a fiscal crisis », *IMF Economic Review*, vol. 65, n° 1, pp. 71-112.

Graphique 3. Part de la dette publique détenue par la banque centrale



Sources : Banques centrales nationales, Comptabilités nationales.

Du point de vue du gouvernement, le QE ne modifie pas les obligations des États à l'égard du remboursement de la dette qui reste exigible. Le gouvernement devra donc satisfaire la contrainte budgétaire intertemporelle en collectant des impôts futurs ou en modifiant ses dépenses pour rembourser cette dette maintenant détenue non seulement par des agents privés mais aussi par les banques centrales⁹. Le QE modifie bien la charge d'intérêts payée par le gouvernement dans la mesure où les intérêts payés sur la dette publique à la banque centrale reviennent au gouvernement, qui sont le plus souvent les actionnaires des banques centrales. Celles-ci reversent donc une part de leurs profits au gouvernement¹⁰. Lorsque les taux souverains sont proches de zéro, l'effet du QE sur l'économie d'intérêt est largement diminué.

9.

Notons par ailleurs que le QE n'améliore pas les revenus de seignuriage de la banque centrale qui sont liés à la différence entre la valeur réelle des billets émis par la banque centrale et leur coût d'émission.

10.

Ainsi, du point de vue du bilan consolidé de l'État (gouvernement et banque centrale), le gouvernement verse d'une main ce qu'il reprend de l'autre. Notons cependant que ces transferts dépendent des statuts des banques centrales.

11.

Ducoudré B., Sampognaro R., et Timbeau X., 2019, « Taux d'intérêt durablement bas et orientation de la politique budgétaire », *Revue de l'OFCE*, n° 163, pp. 281-301.

12.

Le taux d'intérêt implicite correspond au taux moyen de la dette publique compte tenu de sa maturité.

13.

Blanchard O., 2019, « Public debt and low interest rates », *American Economic Review*, vol. 109, n° 4, pp. 1197-1229.

14.

Voir Orphanides A., 2017, « Central bank policies and the debt trap » *Cato Journal*, n° 37, p. 223.

15.

Voir Keister T. et McAndrews J., 2009, « Why are banks holding so many excess reserves? », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 15, n° 8.

Dans le cadre du QE, une fois le titre arrivé à échéance, le gouvernement rembourse la banque centrale. Ce remboursement conduit à une réduction du bilan, se traduisant au passif par une diminution des réserves excédentaires, sauf si la banque centrale décide de réinvestir le capital – le montant remboursé de titres souverains – et les intérêts perçus sur ces titres en achetant un montant équivalent de nouveaux titres souverains. Cette politique de réinvestissement confère un caractère durable au QE puisque les titres restent soustraits du marché.

Par son influence sur les taux de marché, le QE contribue à maintenir le taux d'intérêt implicite¹¹ de la dette à un niveau inférieur au taux d'intérêt de marché. Les gouvernements peuvent utiliser ces marges de manœuvre supplémentaires pour mener une politique budgétaire plus expansionniste (Ducoudré, Sampognaro et Timbeau, 2019)¹² ou réduire leur dette plus facilement puisque le risque d'effet boule de neige sur la dynamique de la dette est atténué (Blanchard, 2019)¹³ lorsque l'écart critique (taux d'intérêt implicite moins le taux de croissance nominale) devient négatif.

Comme l'ont fait de nombreux pays industrialisés (France, États-Unis...) jusque dans les années 1970, une autre manière de favoriser le financement de la dette pourrait reposer sur la répression financière, qui désigne l'ensemble des réglementations visant à contraindre les institutions financières à détenir une part plus élevée de dette publique que ce qu'elles souhaiteraient faire sans ces interventions. Elle permet donc de créer un marché captif pour la dette publique réduisant la contrainte de financement et garantissant un niveau de taux d'intérêt inférieur à un certain plafond. Selon Orphanides (2017), le QE peut être vu comme une forme de répression financière¹⁴. Par leur rôle d'intermédiaire entre les investisseurs privés et la banque centrale, les banques commerciales, même si elles ne vendent pas directement pour leur propre compte des titres à la banque centrale, voient mécaniquement leurs réserves excédentaires augmenter¹⁵. Conjuguée à un taux d'intérêt sur les réserves excédentaires inférieur au taux d'intérêt de marché, le QE reproduit des effets proches de ceux de la répression financière.

Les périodes de guerre furent souvent caractérisées par ce type de politique. Les banques centrales contribuèrent à l'effort de guerre en garantissant le financement des dépenses engagées par les gouvernements. Le maintien de ces politiques à la fin des conflits permettait ensuite la réduction du coût de la dette publique. Ainsi, après la Seconde Guerre mondiale, la Réserve fédérale a garanti pendant près de cinq ans le coût du financement des dépenses du gouvernement américain en fixant une cible de taux pour les émissions de *Treasury Bills* à 3 mois, même lorsque l'évolution de l'inflation aurait justifié une orientation plus restrictive de la politique monétaire, occasionnant des conflits fréquents entre le Trésor et la banque centrale, cette dernière souhaitant un taux plus élevé en cas de tensions inflationnistes. Cette stratégie a fait des *Treasury Bills* à 3 mois le principal instrument de liquidité des banques qui avaient l'assurance de pouvoir les acheter ou les vendre. Parallèlement, la Réserve fédérale fixait une cible explicite de 2,5 % pour le taux à 10 ans. La taille du bilan de la banque dépassait

alors 20 points de PIB, soit un niveau légèrement inférieur à celui atteint en 2014-2015. La Réserve fédérale obtint gain de cause en 1951 après qu'un accord fut conclu avec le Trésor¹⁶ libéralisant le marché de la dette et levant la cible de taux, même si celle sur le taux à 10 ans fut maintenue jusqu'en 1953. La taille du bilan de la banque centrale fut alors progressivement réduite pour se stabiliser 30 ans après à un niveau légèrement supérieur à 5 points de PIB. On retrouve une politique similaire au Royaume-Uni après la guerre, la Banque d'Angleterre fixant un niveau pour les taux d'intérêt indépendamment du niveau de la demande agrégée et de l'inflation. Aujourd'hui, à l'exception de la Banque du Japon qui a adopté une politique de contrôle de la courbe des taux et fixé des cibles pour le taux au jour le jour et pour le taux à 10 ans, les banques centrales ont privilégié les annonces sur les montants d'achat d'actifs, évitant ainsi de s'engager explicitement sur le niveau des taux d'intérêt de marché.

Au-delà de l'effet sur le niveau des taux d'intérêt, le QE permet également de réduire le risque de crise de dette¹⁷. En effet, les modèles de crise de dette mettent en avant la possibilité de panique auto-réalisatrice dès lors que les investisseurs anticipent que les autres investisseurs vont vendre l'actif. Craignant des pertes, l'ensemble des agents peut se coordonner sur le mauvais équilibre en vendant l'actif ce qui conduit à une chute du prix et une hausse du taux d'intérêt qui prive le gouvernement de la possibilité de se refinancer. En garantissant implicitement ou explicitement qu'il existe un acheteur en dernier ressort de la dette publique, la banque centrale réduit le risque de défaut et permet aux agents de se coordonner sur un équilibre sans défaut souverain. Ce pouvoir est d'autant plus crédible que la banque centrale a le monopole de la création de réserves et que ces dernières ne circulent qu'entre les banques commerciales et la banque centrale. Ainsi, le QE réduit le risque porté par les institutions financières. Il y a donc un transfert du risque vers les banques centrales mais aussi une réduction de ce risque *via* la baisse des primes de risque sur les obligations souveraines. Ce transfert de risque vers la banque centrale pourrait entraîner une monétisation potentielle en cas de défaut souverain puisque dans ce cas, le passif de la banque centrale ne peut plus être réduit avec le remboursement de la dette. L'opération devient donc permanente. En ce sens, le QE ouvrirait la voie à la monétisation.

2. L'achat de dette publique est-il nécessairement de la monétisation ?

Les réserves créées dans le cadre du QE représentent un actif très particulier. À la différence des billets qui sont utilisés par les agents non financiers pour leurs transactions, les réserves ne peuvent circuler qu'à l'intérieur du système financier entre les institutions financières ayant un compte auprès de la banque centrale. Elles ne sont pas comptabilisées dans les agrégats monétaires appelés M1, M2 ou M3 ; l'indicateur M1 étant le plus étroit et n'incluant que les actifs monétaires pouvant être directement utilisés comme moyen de paiement¹⁸. Les réserves sont donc de la monnaie dite « banque centrale » qui ne peut pas être détenue par des agents non financiers, à la différence des billets ou des dépôts. Par ailleurs, aucun taux d'intérêt ne s'applique aux billets tandis que les banques centrales rémunèrent les réserves à un taux d'intérêt, qui peut être négatif comme c'est le cas actuellement dans la zone euro. C'est pourquoi nous distinguons le QE d'une politique de monétisation de la dette¹⁹. Notons par ailleurs que la combinaison du QE et des taux négatifs pourrait être une source de profits supplémentaires pour les banques centrales et donc de recettes pour ses actionnaires, c'est-à-dire le gouvernement.

16.

Voir https://www.federalreservehistory.org/essays/treasury_fed_accord.

17.

Voir Corsetti G. et Dedola L., 2016, « The mystery of the printing press: Monetary policy and self-fulfilling debt crises », *Journal of the European Economic Association*, vol. 14, n° 6, pp. 1329-1371.

18.

Dans la zone euro, M1 inclut les dépôts à vue et les billets, M2 inclut en plus de M1, les dépôts à terme et les comptes sur livret et M3 inclut en plus de M2, les titres de créances du marché monétaire.

19.

Reis (2017) développe cet argument de façon théorique.

Mais cette création de réserves peut-elle déboucher sur la création de monnaie utilisable par les agents non financiers ? Dit autrement, l'émission de réserves par la banque centrale crée-t-elle des dépôts ? C'est ce que suggère la théorie du multiplicateur monétaire selon lequel la masse monétaire en circulation serait proportionnelle à la base monétaire (voir encadré). Cette approche ne permet cependant pas de rendre compte de façon pertinente de la création monétaire. Le maintien du multiplicateur au niveau d'avant-crise suppose une augmentation des crédits bien plus importante et incompatible avec la demande de crédit, ce qui remet en cause l'idée selon laquelle la monnaie est exogène et contrôlée par la banque centrale. Les banques commerciales contribuent à la création monétaire mais pas de façon mécanique comme le suggère l'approche du multiplicateur. La quantité de monnaie en circulation dans l'économie résulte d'un processus complexe qui dépend du taux d'intérêt, de l'activité économique, de la situation financière des emprunteurs et de la politique de gestion du risque par les banques. Dans ce processus, la banque centrale joue seulement un rôle en influençant le taux d'intérêt et *in fine* la demande agrégée. Les achats d'actifs créent donc directement des réserves ou de la monnaie banque centrale mais pas de monnaie utilisable par les agents non financiers²⁰. Le QE conduit donc à la « réservation » plutôt qu'à la monétisation de la dette publique. Les banques centrales déterminent bien le niveau des réserves mais, par la politique de QE, elles ne contrôlent pas la quantité de monnaie en circulation. Quant aux réserves, elles ne circulent qu'en circuit quasi-fermé au sein du système financier.

Les manuels d'économie monétaire enseignent qu'il existe une relation entre la base et la masse monétaire et suggèrent parfois une vision mécanique du processus de création monétaire dans lequel les banques centrales contrôlent indirectement la masse monétaire en déterminant la base monétaire. Ainsi, la banque centrale émettrait des réserves non rémunérées ou rémunérées à un taux plus bas que celui des crédits. Les banques commerciales arbitraient leur portefeuille d'actifs et se débarrasseraient des réserves en créant des nouveaux crédits qui auront pour contrepartie des billets et des dépôts et donc de la monnaie. La contribution des banques commerciales à la création monétaire serait essentielle et mécanique. Partant d'un euro de réserves excédentaires, il faudrait créer plus d'un euro de crédit puisqu'une partie du crédit revient vers la banque sous forme de dépôts dont une faible fraction seulement fera l'objet de réserves obligatoires ; l'autre constituera de nouvelles réserves excédentaires. L'épuisement complet de ces réserves excédentaires suppose un mécanisme multiplicatif qui dépend de la part des billets dans la monnaie et du coefficient de réserves obligatoires. En pratique, le processus de création monétaire ne se fait pas selon cette approche dite exogène où la banque centrale contrôlerait parfaitement et indirectement la monnaie en circulation dans l'économie²¹.

20.

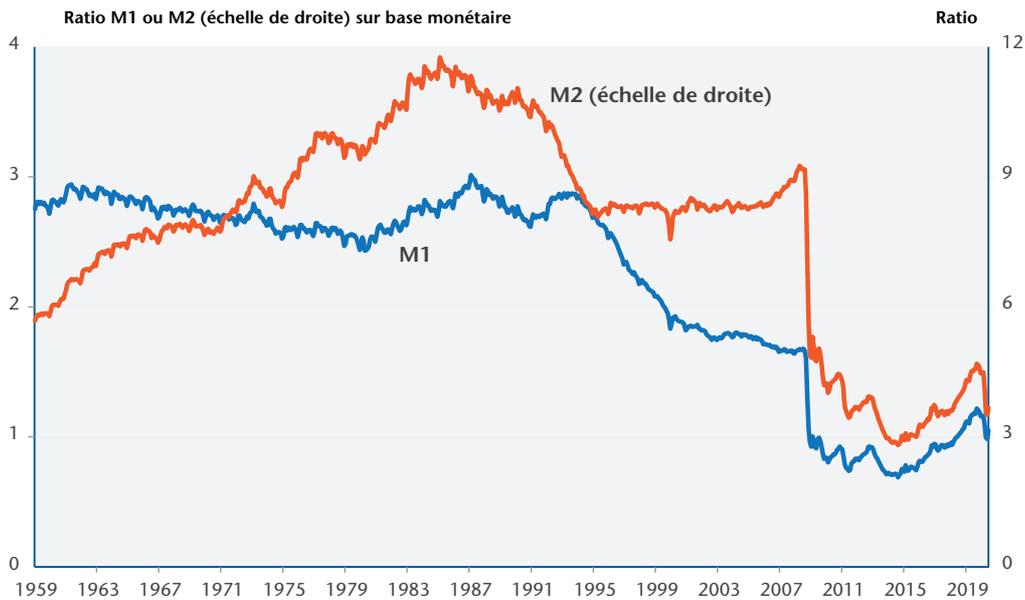
Il peut néanmoins exister un effet indirect sur la masse monétaire *via* les opérations de politique budgétaire (les transferts du gouvernement créent des dépôts) et un effet d'équilibre général *via* l'impact macroéconomique de la politique monétaire (une croissance économique plus soutenue augmente les revenus et donc les dépôts).

21.

Voir Decker F. et Goodhart C., 2018, « Credit mechanics: A precursor to the current money supply debate », *VoxEU*, 14 décembre 2018.

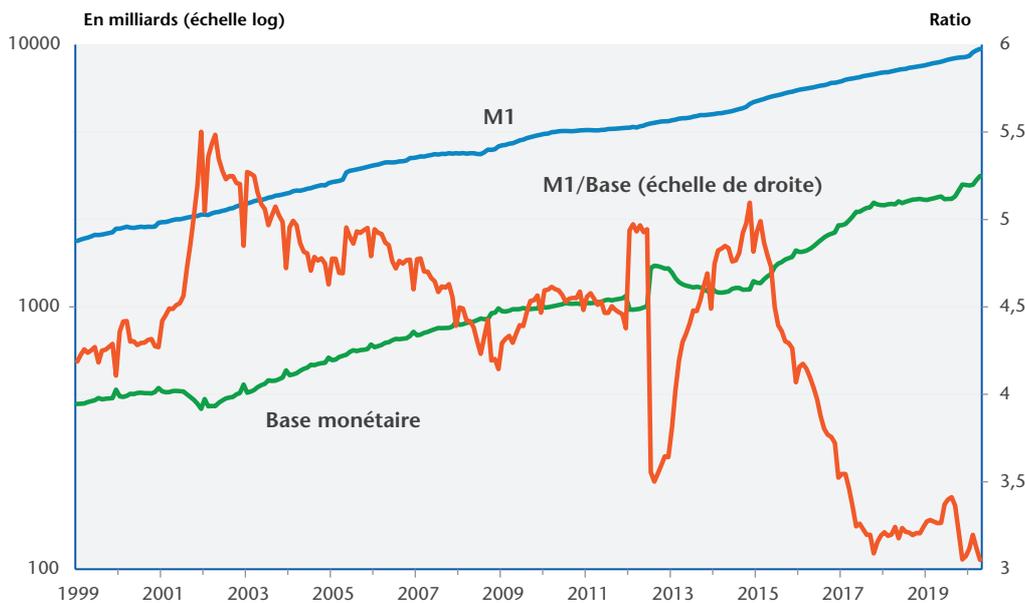
L'évolution du multiplicateur de base monétaire aux États-Unis depuis la fin des années 1950 montre bien que le ratio entre monnaie et base monétaire est loin d'être stable (graphique 4). On note surtout la forte chute du multiplicateur après 2007 lorsque la Réserve fédérale a mis en œuvre les premières mesures d'achat d'actif. Le même constat peut être fait en 2015 dans la zone euro après le début du programme de QE de la BCE (graphique 5). La monnaie, au sens des billets et des dépôts, a bien continué à progresser mais sur un rythme conforme à sa trajectoire d'avant-crise alors que les réserves ont, elles, fortement augmenté.

Graphique 4. Multiplicateur monétaire aux États-Unis



Source : Réserve fédérale.

Graphique 5. Base et masse monétaire dans la zone euro



Source : BCE.

Cette distinction sur la contrepartie des achats d'actifs est-elle importante ? Même s'il n'y a pas *stricto sensu* création de monnaie au sens de M1, M2 ou M3, il y a une substitution de titres souverains par un actif créé par la banque centrale et dont la valeur faciale est garantie. Réserves et billets sont parfaitement substituables au sein passif de la banque centrale²². Une augmentation permanente du niveau des réserves ou des billets pourrait donc être équivalente du point de vue des finances publiques. Le QE à proprement parler ne modifie pas les obligations du gouvernement sauf si la banque centrale rachète systématiquement les titres arrivant à échéance. Dans ce cas, l'opération devient permanente quelle que soit la contrepartie : réserves ou billets.

22.

Les billets apparaissent dans la base monétaire et dans les agrégats monétaires.

23.

Concrètement, lorsqu'un titre du Trésor d'une valeur de 105 dollars (valeur faciale et intérêts) arrivait à échéance et était donc remboursé par le Trésor à la Banque centrale, celle-ci rachetait sur le marché un titre du Trésor pour une valeur de 105 dollars stabilisant ainsi, en valeur seulement, la taille de son bilan, en pourcentage de PIB, le bilan se réduisait selon le taux de croissance nominal du PIB.

24.

Voir Thornton, D. L., 1984, « Monetizing the debt. Federal Reserve Bank of Saint Louis », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, n° 66, décembre.

25.

Il faut ici rappeler que l'analyse de Thornton était faite dans un contexte très différent où le risque inflationniste était plus fréquent. Dans un cadre désinflationniste ou déflationniste, le critère lié à la cible d'inflation devient moins pertinent.

26.

Voir Fabo B., Jančoková M., Kempf E. et Pástor ?, 2020, « Fifty Shades of QE: Conflicts of Interest in Economic Research », *NBER Working Paper*, n° 27849.

27.

Karadi P. et A. Nakov, 2020, « Effectiveness and Addictiveness of Quantitative Easing », *CEPR discussion Paper*, DP14951.

Néanmoins, les banques centrales ont indiqué que les opérations d'achat d'actif seraient temporaires, suggérant qu'elles réduiront la taille de leur bilan dès qu'elles auront atteint leurs objectifs. Dans les faits, c'est bien ce qui s'est produit aux États-Unis après 2015 avec une approche en deux temps. D'abord, la Réserve fédérale a maintenu une politique de réinvestissement du principal et des intérêts²³ des titres venant à échéance avant d'amorcer une réduction de la valeur nominale du bilan, stratégie remise en cause en 2019 par des besoins de liquidité sur les marchés puis par la crise de la Covid-19. Dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon, la normalisation de la taille du bilan n'était pas amorcée. Force est donc de constater qu'une politique qui était supposée temporaire et exceptionnelle s'inscrit dans la durée. Puisque les titres acquis par les banques centrales sont systématiquement renouvelés, on peut sans doute considérer que la contrainte de remboursement de cette dette publique – induisant la modification de la trajectoire d'impôts ou de dépenses – devient plus faible. En matière de politique économique, il n'existe cependant aucune mesure permanente qui ne puisse être remise en cause. La frontière entre des mesures permanentes et une politique exceptionnelle mais qui dure depuis plus de 10 ans devient particulièrement ténue.

Une autre nuance est liée à la finalité des achats d'actifs. Si ceux-ci ne traduisent pas un changement de mandat – soutenabilité des finances publiques plutôt que stabilité des prix – et de la cible d'inflation, il n'y aurait pas monétisation selon Thornton (1984)²⁴. Avant la mise en œuvre des politiques d'achat d'actifs, les banques centrales détenaient des titres publics – principalement de maturité courte – afin d'intervenir sur le marché monétaire. Dans un contexte de taux courts proches de ou à 0 % et de faible inflation²⁵, les banques centrales sont intervenues pour peser sur les taux à long terme, espérant ainsi atteindre leur cible d'inflation. Pendant toute la période précédant la crise de la Covid-19, c'était bien l'angle principal selon lequel communiquaient les banques centrales puisque l'inflation était inférieure à sa cible justifiant une politique monétaire non-conventionnelle, c'est-à-dire des achats de titres souverains. Ainsi, tant que cette situation de faible inflation se poursuivra, les banques centrales pourront se défendre contre toute critique les accusant de monétisation ou de financement implicite de la politique budgétaire et prétendre qu'elles ne font que mettre en œuvre des mesures en adéquation avec leur objectif de stabilité des prix, sous l'hypothèse que le QE permet bien d'atteindre cet objectif. De nombreux travaux empiriques montrent que le QE a un effet sur les taux d'intérêt et les prix d'actifs, variables jouant un rôle clé dans la transmission de la politique monétaire conventionnelle comme non-conventionnelle. Il y a cependant plus d'incertitude sur l'impact du QE sur l'inflation et l'activité²⁶. Certaines analyses suggèrent même des effets indésirables *via* l'aplatissement de la courbe des taux et son effet sur la marge d'intermédiation bancaire²⁷. Inversement, le maintien des achats de titres même lorsque l'inflation est supérieure à la cible ne manquerait pas d'indiquer que la banque centrale a changé d'objectif prioritaire privilégiant le soutien à la politique budgétaire. La BCE justifie toutefois certaines opérations d'achat de titres (*Securities market programme* et plus récemment le *Pandemic emergency purchase programme*) par la volonté de réduire les écarts de taux d'intérêt souverains entre États membres. L'objectif affiché par la BCE n'est cependant pas de faciliter le financement de la dette mais de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire perturbés par l'apparition de primes de risque sur certaines obligations souveraines.

Dit autrement, d'un point de vue plus strict, la monétisation devrait donc remplir quatre critères : réduire la charge d'intérêt sur la dette, avoir un caractère permanent ou durable, se traduire par l'augmentation de la masse monétaire et refléter un changement d'objectif ou de cible d'inflation et. À cet égard, le QE ne remplit pas tous les

critères puisqu'il se traduit par une augmentation des réserves et pas de la masse monétaire et reste pour l'instant justifié par les banques centrales par une inflation inférieure à sa cible. Il pourrait plutôt être considéré comme une forme « faible » de monétisation dans la mesure où ces opérations prennent un caractère durable et influencent fortement les conditions de financement de la dette. Un point clé reste néanmoins de voir quelle serait l'attitude des banques centrales si l'inflation dépassait la cible, généralement fixée à 2 %. Il est difficile d'imaginer que les banques centrales puissent être crédibles en annonçant qu'elles détiendront de façon permanente un certain niveau de titres souverains.

Des propositions récentes sont apparues pour inciter les banques centrales à s'engager plus directement en faveur de la monétisation. Ces propositions se distinguent du QE en ce sens qu'elles prévoient explicitement la création permanente – ou durable – de monnaie au profit des agents financiers. Gürkaynak et Lucas²⁸ font une proposition dans ce sens pour faire face à la récession causée par la pandémie de coronavirus. Leur stratégie – alternative au QE – repose sur la combinaison de la politique budgétaire et de la politique monétaire ayant pour contrepartie directe des transferts auprès des ménages²⁹. Le gouvernement, en contrepartie d'un ensemble de mesures budgétaires, émettrait une obligation perpétuelle à coupon zéro³⁰, achetée par les banques commerciales qui créditeraient le compte des ménages, ciblés selon certaines règles définies par le programme. La dette n'aurait aucune obligation de remboursement ou de paiement d'intérêt. La banque centrale achèterait ensuite la dette aux banques commerciales et serait conservée dans le bilan³¹. Ainsi, à la différence du QE, la mesure est associée à une politique budgétaire – *via* les dépenses ou les recettes – qui se traduit par des transferts monétaires directs en faveur de certains agents. La dette émise n'est pas exigible et a pour contrepartie une création de monnaie directement utilisable par les agents non financiers. Les effets distributifs du programme sont définis par le gouvernement. La banque centrale ne prend pas de décision ayant une incidence en termes de répartition mais détient une dette en contrepartie de l'émission de monnaie au sens de M1. Il y a donc monétisation. Une autre forme de monétisation repose sur la proposition de monnaie « hélicoptère » telle que formulée par Galí (2020)³². Cette fois, la banque centrale crédite directement le compte du gouvernement et inscrit à son actif une créance non remboursable. Ensuite, le gouvernement définit la répartition des sommes allouées. Ces différentes propositions pourraient toutefois être difficiles à mettre en œuvre et se heurter à la contrainte des statuts des banques centrales, notamment dans la zone euro.

Les projets de monnaie « hélicoptère » peuvent aussi être à l'initiative de la banque centrale, ce qui conduit à fortement politiser les décisions de politique monétaire dès lors qu'on laisse le choix des bénéficiaires des transferts monétaires à la discrétion des banques centrales. Dans ce cas, la banque centrale fait nécessairement un choix redistributif selon les critères retenus pour décider de l'allocation de monnaie. Or une telle décision ne peut se faire qu'en lien avec la politique budgétaire puisque les choix ayant une incidence fiscale doivent être pris par une institution pouvant assumer la responsabilité devant les citoyens. Notons que la proposition de Galí échappe à cet écueil puisqu'elle prévoit bien explicitement que la répartition du transfert monétaire effectué par la banque centrale soit sous la responsabilité politique du gouvernement.

Ces propositions de monétisation s'apparentent à un financement monétaire des dépenses publiques. Leur avantage tient au fait qu'elles soutiennent directement les dépenses et qu'elles n'ont pas pour contrepartie une dette exigible. La monétisation permet de mener une politique budgétaire expansionniste sans accroître la dette exigible³³. Du point de vue de la banque centrale, le financement monétaire se traduit

28.

Voir « Funding pandemic relief: Monetize now », *VoxEU* du 14 mai 2020.

29.

Il s'agit d'un transfert mis en œuvre par la banque centrale, mais dont la répartition est décidée par le gouvernement. En ce sens, nous considérons qu'il s'agit d'une opération de politique monétaire

30.

Obligation sans maturité définie et qui ne prévoit pas de versement d'intérêts.

31.

Le fait que le gouvernement définisse les critères d'allocation du programme différencie donc cette proposition de celle de monnaie hélicoptère. Néanmoins sous certaines conditions, les différences sont également plutôt étroites. Galí (2020) propose que le gouvernement crédite directement le compte du gouvernement.

32.

Voir « Helicopter money: The time is now », *VoxEU* du 17 mars 2020.

33.

Notons que ces propositions sont accompagnées de l'émission d'un titre de dette perpétuelle et non d'une avance ou d'un transfert direct au Trésor.

34.

Turner A., 2017, *Between debt and the devil: Money, credit, and fixing global finance*, Princeton University Press.

également par une augmentation de la taille du bilan. Turner (2017)³⁴ voit également un autre avantage à la monétisation relativement au QE. L'effet macroéconomique du QE est en effet indirect et se transmet *via* la modification des conditions de financement : baisse des taux d'intérêt à long terme et effet sur les autres prix d'actifs. Il permet donc de stimuler la demande mais par le biais d'un endettement privé additionnel. Il y a donc potentiellement des effets indésirables en termes de stabilité financière. Le soutien direct par la monétisation « explicite » de la dette publique a l'avantage d'être plus direct et donc plus efficace. Il dépend du multiplicateur budgétaire sachant qu'il serait ici à son niveau le plus élevé puisqu'il n'y a pas d'effet d'éviction ni de risque d'augmentation du risque souverain. Le PIB nominal augmenterait et la question principale serait essentiellement de savoir quelle serait la répartition entre l'effet volume et l'effet prix. Le risque principal serait donc celui de l'inflation.

3. L'augmentation des réserves ou de la monnaie est-elle inflationniste ?

La crainte de l'inflation peut sembler incongrue alors que les banques centrales et en particulier la BCE ou la Banque du Japon ne parviennent pas depuis plusieurs années à atteindre la cible d'inflation. C'est d'ailleurs même le mandat de stabilité des prix qui a motivé les politiques d'assouplissement quantitatif. À cet égard, notons que ces mesures n'ont pas permis d'atteindre la cible, ce qui ne signifie pas qu'elles n'ont eu aucune incidence mais soit qu'elles ont été insuffisantes, soit que les effets du QE ont été contrecarrés par des facteurs conjoncturels (politiques budgétaires restrictives par exemple) ou structurels (stagnation séculaire, mondialisation, désindexation des salaires...).

Au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, les décisions de politique monétaire n'ont pas toujours fait l'unanimité et au-delà de la question de la légalité des politiques mises en œuvre – au regard des traités européens et du droit constitutionnel de certains États membres – c'est surtout le risque d'une spirale inflationniste incontrôlable qui est redouté. C'est ce qu'exprimait par exemple Jens Weidmann en 2012 lorsqu'il était Président de la Bundesbank dans un discours se référant au mythe de Faust, de Goethe. La monétisation apparaîtrait comme une solution miracle et facile si bien que les gouvernements auraient la tentation d'y recourir toujours un peu plus, laissant se répandre le poison de l'inflation. L'histoire monétaire suggère d'ailleurs que les périodes d'hyperinflation sont associées à la perte de contrôle des finances publiques et à un accroissement important de la masse monétaire qui se traduit par une perte de confiance dans la monnaie domestique et donc à son rejet. La valeur nominale des encaisses monétaires étant fixe, c'est leur valeur réelle qui s'effondre avec l'hyperinflation. Le remède s'avèrerait *in fine* pire que le mal et conduirait inévitablement au manque de discipline budgétaire et à l'inflation.

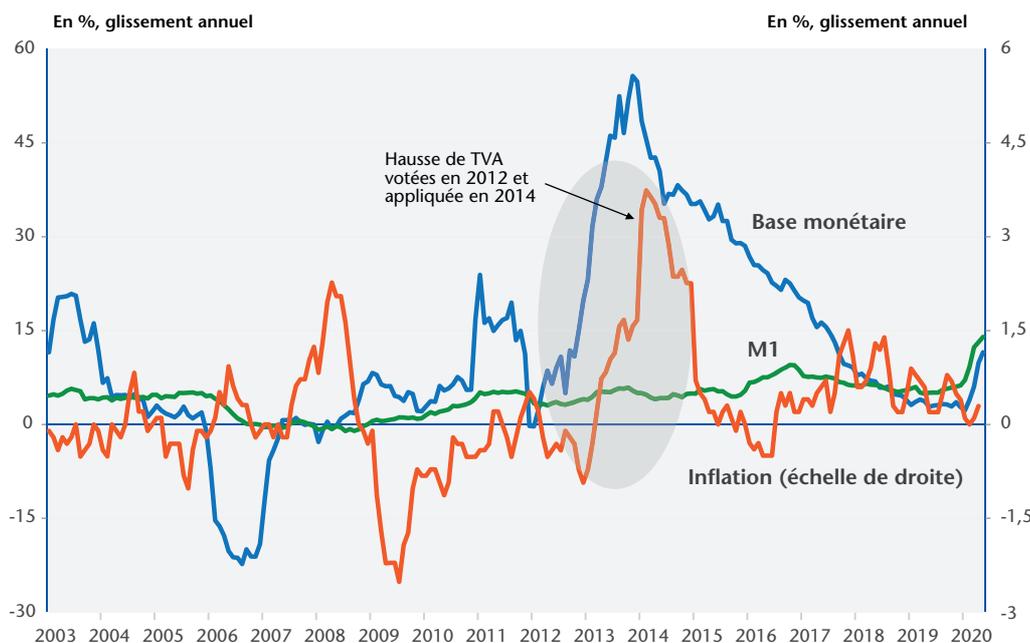
L'argument s'appuie sur ce que Sargent et Wallace (1981) qualifient « d'arithmétique monétariste déplaisante » selon laquelle la croissance des déficits budgétaires forcerait la banque centrale à financer ces déficits par création monétaire, ce qui se traduirait selon la théorie quantitative de la monnaie par une augmentation inévitable des prix. La théorie quantitative de la monnaie résulte en effet d'une équation comptable indiquant que la quantité de monnaie en circulation correspond à la valeur des transactions qui sont effectuées dans l'économie. Cette relation devient une relation causale de la monnaie vers les prix dès lors que l'on suppose qu'il y a dichotomie entre la sphère réelle et la sphère monétaire et que la vitesse de circulation de la monnaie est

stable. Le niveau réel d'activité serait indépendant de la quantité de monnaie en circulation. Pour autant, malgré la forte croissance de la liquidité émise par les banques centrales, il n'y a pas eu de retour de l'inflation. La théorie quantitative pourrait n'être vérifiée qu'à long terme mais après dix années de QE ; on peut sans doute considérer que l'on devrait déjà percevoir ces effets de long terme. Une autre explication de l'absence d'inflation pourrait s'expliquer par la nature même du QE qui, comme souligné précédemment, ne crée pas de monnaie – utilisable pour les transactions des agents non financiers – mais des réserves circulant entre les établissements de crédit uniquement. La différence entre réserve et monnaie prend donc tout son sens puisque la théorie quantitative fait le lien entre les prix et un agrégat monétaire, sous l'hypothèse que cette monnaie est utilisée dans le cadre de transactions sur le marché des biens et services. Dans une analyse des épisodes de forte inflation et d'hyperinflation, Fischer, Sahay et Végh (2002)³⁵ confirment bien le lien avec la monnaie, au sens de M2, sans toutefois établir un lien de causalité allant de la monnaie vers l'inflation. Or, la forte augmentation des réserves ne s'est pas accompagnée d'une croissance de la monnaie plus rapide, comme indiqué par l'évolution des multiplicateurs monétaires (voir graphique 4). L'exemple du Japon est frappant à cet égard. Le pays étant confronté depuis la fin des années 1980 à la faiblesse de la croissance et de l'inflation, il a mis en œuvre, plus tôt que les autres, une politique d'assouplissement quantitatif sans pour autant que cela ne se traduise par une accélération de l'inflation qui reste structurellement basse. La crainte de l'inflation résulte d'une croyance excessive dans la théorie quantitative de la monnaie. Les travaux empiriques suggèrent bien une relation – au moins à long terme – mais celle-ci est comptable. La question de la causalité est plus incertaine et il y a d'autres facteurs, au-delà de la monnaie, qui contribuent à l'inflation.

À nouveau, on peut constater que les politiques mises en œuvre par la Banque du Japon se sont traduites par une forte croissance de la base monétaire (graphique 6) et une proportion élevée de dette publique détenue par la banque centrale. Mais cette politique d'assouplissement quantitatif ne s'est reflétée ni dans la croissance de la masse monétaire ni dans l'inflation.

35. Fischer S., R. Sahay et C. Végh, 2002, « Modern hyper-and high inflations », *Journal of Economic Literature*, Vol. 40, n° 3, pp. 837-880.

Graphique 6. Base, masse monétaire et inflation au Japon



Sources : Japanese Statistics Bureau, Banque du Japon.

Ces éléments plaident également pour une réorientation des politiques monétaires et pour la mise en œuvre, dit autrement d'une monétisation plutôt que d'une « réservation » de la dette publique. Il en résulterait une hausse du PIB nominal, c'est-à-dire soit une hausse de la croissance réelle soit une hausse de l'inflation. Plus de croissance serait favorable dans le contexte de la crise actuelle et plus d'inflation satisferait sans aucun doute les banques centrales. Bien que les périodes de forte inflation nuisent à la croissance, les coûts d'une inflation inférieure à 2 chiffres sont probablement moins significatifs³⁶.

36.

Voir Nakamura E., J. Steinsson, P. Sun et D. Villar, 2018, « The elusive costs of inflation: Price dispersion during the US great inflation », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 133, n° 4, pp. 1933-1980.

37.

Une hausse de l'inflation, qu'elle soit la conséquence d'une politique de monétisation ou induite par le QE, pourrait entraîner une éventuelle hausse des taux d'intérêt nominaux de long terme qui, à besoin de financements futurs inchangés, augmenterait le coût de la dette.

La monétisation vise à créer de la monnaie utilisable par les agents non financiers. Elle a un caractère durable si le titre acquis par la banque centrale est une obligation perpétuelle et elle devrait être plus efficace pour accroître la croissance nominale, pouvant donc se traduire par une augmentation de l'inflation au-delà de la cible habituellement retenue. Dans le contexte actuel, le risque de spirale inflationniste est limité et une accélération de l'inflation permettrait au contraire aux banques centrales de satisfaire leur objectif³⁷. Aux États-Unis, cette mesure rendrait même plus crédible l'objectif de long terme d'une inflation *moyenne* à 2 % lorsqu'il y a eu une période de sous-ajustement. Par ailleurs à la différence du QE, le titre obligataire serait non seulement non remboursable mais ne porterait pas intérêt. Il réduirait certes les revenus des banques centrales mais sa contrepartie serait également non rémunérée, ce qui aurait donc peu d'incidence sur la solvabilité des banques centrales qui seraient moins exposées au risque de défaut souverain contrairement à la politique de QE.

Puisque la mesure s'apparenterait à un transfert quasi-fiscal aux ménages ou aux entreprises, il en résulterait un effet plus direct sur les dépenses, ce qui différencie cette stratégie de celle du QE qui stimule la demande par son effet sur les prix d'actifs au risque d'alimenter une bulle financière. L'effet de la monétisation est intrinsèquement lié à celui de la politique budgétaire puisqu'il dépend de la répartition du transfert monétaire ainsi réalisée. S'il bénéficie aux ménages ayant la propension marginale à consommer la plus élevée, la stratégie se traduira par une forte croissance nominale et l'effet sur le prix dépendra alors essentiellement des contraintes d'offre. Le risque financier est réduit sauf si le transfert se traduit par un supplément d'épargne qui pourrait alors alimenter la demande pour des actifs financiers. Notons enfin que l'expansion monétaire pourrait aussi se répercuter sur le taux de change et entraîner une dépréciation, source potentielle d'inflation importée.

Mais si une politique de monétisation est perçue comme une solution magique, ne risque-t-on pas d'être pris dans l'engrenage et finalement forcer les banques centrales à utiliser cet outil de façon excessive ?

4. La monétisation : un lien renforcé avec la politique budgétaire

La monétisation ou le maintien d'une politique de QE renforcent les interactions entre la politique monétaire et la politique budgétaire et consacrent la dominance fiscale. On peut arguer que les principales banques centrales n'ont aujourd'hui pas le choix de mener une autre politique (d'achats d'actifs) pour éviter une envolée des taux d'intérêt qui pousserait les gouvernements à faire défaut et les banques commerciales à la faillite. Si en apparence, les statuts des banques centrales restent inchangés, la contrainte s'exerçant sur la politique monétaire réduit *de facto* leur indépendance. Rappelons qu'à l'exception des charges récentes menées par Donald Trump contre la politique de la Réserve fédérale, aucune contrainte ne s'est exercée sur l'action des

banques centrales qui ont toutes – au moins les plus importantes – prises des décisions similaires. Les banques centrales ont motivé leurs décisions par l’anémie de la croissance économique et la faiblesse de l’inflation au regard de la cible. Il est donc délicat d’affirmer que les banques centrales ont poursuivi une autre finalité sauf dans l’éventualité où il serait évident que l’instrument mis en place – les achats de titres – n’a pas d’incidence sur les prix. C’est bien en creux la critique formulée par la Cour constitutionnelle allemande reprochant à la politique de la BCE d’avoir des effets disproportionnés, c’est-à-dire faibles sur l’inflation ou l’activité mais importants sur d’autres variables : les inégalités ou l’instabilité financière. Les canaux de transmission du QE ne sont pourtant pas si différents de ceux de la politique de taux, habituellement menée par les banques centrales. Il s’agit de stimuler la demande en assouplissant les conditions de financement et en influençant les prix d’actifs. À cet égard, la littérature consacrée aux effets du QE confirme ces mécanismes de transmission sans nier de potentiels effets indésirables (stabilité financière et stabilité bancaire) et des interactions plus importantes avec la politique budgétaire. Une fois encore, la question du niveau de l’inflation est donc un élément clé et tant qu’elle sera inférieure à sa cible, les banques centrales pourront toujours se défendre d’être indépendantes. Elles pourraient aussi justifier une reformulation de l’objectif indiquant par exemple que l’inflation devrait atteindre la cible en moyenne sur une période donnée. Ainsi, si l’inflation est inférieure à sa cible pour une période prolongée, la banque centrale devra soit accepter une inflation beaucoup plus forte sur une courte période ou une inflation légèrement supérieure à la cible mais sur une période prolongée. C’est le sens du changement de stratégie annoncé récemment par Jerome Powell pour la Réserve fédérale³⁸. Cette annonce a été faite en toute indépendance et traduit davantage la volonté du FOMC de mieux ancrer les anticipations d’inflation que d’annoncer un renoncement à la stabilité des prix au bénéfice d’un objectif de soutenabilité des finances publiques.

Cette indépendance conférée aux banques centrales peut être un argument pour mener des politiques plus audacieuses dans la période actuelle puisqu’elle pourrait constituer un rempart contre un financement monétaire excessif. Turner (2017) considère que l’indépendance des banques centrales leur donne les moyens pour éviter les effets néfastes d’un recours excessif à la monétisation. Protégées par un statut leur garantissant de choisir les instruments qu’elles jugent nécessaires à la réalisation de leur mission, elles auraient alors la possibilité de refuser de monétiser une fraction trop importante de la dette imposant des contraintes aux gouvernements. Elles pourraient ainsi fixer elles-mêmes l’ampleur de l’opération et annoncer qu’elles s’engagent à monétiser une part donnée de la dette publique à l’image par exemple des annonces de la Banque d’Angleterre sur la quantité d’actifs achetés. Le problème devient alors de justifier ce montant et de savoir à partir de quel seuil une monétisation devient excessive et risquée. Notons que la coordination reste nécessaire, comme c’était le cas au Royaume-Uni puisque la mise en œuvre du QE et des opérations de prêt de la Banque d’Angleterre ont été discutées entre le gouverneur et le ministre de l’Économie.

Le choix du statut des banques centrales n’est pas une solution en coin : soit les banques centrales sont totalement indépendantes, soit elles ne le sont pas. Il existe différents degrés d’indépendance, et l’indépendance *de facto* peut s’écarter de celle *de jure* en fonction du contexte. Le QE comme la monétisation ont des incidences budgétaires plus importantes et rendent la distinction entre ces instruments plus floue, ce qui renvoie au débat sur l’indépendance. Certaines circonstances plaident pour une coopération plus étroite entre la banque centrale et le gouvernement sans que cette relation soit incompatible avec le maintien des statuts et de l’indépendance³⁹. La coopération n’est pas la subordination d’une institution par rapport à une autre. La situation actuelle nécessite la mobilisation de la politique monétaire et de la politique budgétaire.

38.

Voir l’annonce du 27 août sur la stratégie de politique monétaire.

39.

C’est notamment ce que déclarait Bernanke, membre du FOMC mais pas encore Président, dans un discours en 2003 : « ...under [some circumstances] greater cooperation for a time between the central bank and the fiscal authorities is in no way inconsistent with the independence of the central bank ».

L'option de monétiser les dépenses publiques ne doit pas être un tabou et peut être envisagée dans le cadre d'une coopération entre la banque centrale et le gouvernement. Cette coopération doit fixer clairement les objectifs de la politique économique. Les choix relatifs à la nature des dépenses ne peuvent être pris que par des gouvernements qui ont la légitimité politique pour prendre des décisions ayant des effets importants sur la répartition des revenus et des risques. Le rôle de la banque centrale et de la politique monétaire est uniquement de prendre part au financement de cette politique et d'alerter les gouvernements dès lors que cette politique devient incompatible avec le mandat que lui a fixé le gouvernement.

5. L'annulation des dettes détenues par la banque centrale

Une autre alternative, avancée dans le débat depuis quelques mois, serait d'annuler la dette détenue par les banques centrales⁴⁰. Le mécanisme est le suivant. Supposons une dette publique de 150 milliards détenue pour 50 milliards par la banque centrale et 100 milliards par des investisseurs privés. Le compte consolidé de l'État agrège le bilan de l'autorité budgétaire et le bilan de la banque centrale de sorte que le compte consolidé de l'État est débiteur de 100 milliards vis-à-vis des investisseurs privés. Si la banque centrale annule sa créance de 50 milliards vis-à-vis de l'autorité budgétaire, le compte consolidé n'est pas impacté : le gouvernement doit toujours rembourser 100 milliards aux investisseurs privés. L'annulation permet donc de réduire le stock « affiché » de dette publique, mais ne réduit pas le stock de dette détenue par les investisseurs privés.

On peut cependant penser qu'en réduisant une part des obligations de remboursement, le montant économisé pourra être alloué à d'autres dépenses ou qu'il sera plus facile de rembourser le reste des charges d'intérêts. Cependant, le gain lié aux moindres paiements d'intérêts dus à l'annulation de dette est en fait compensé par la perte de revenus d'intérêts que la banque centrale reverse au gouvernement. En effet, bien qu'indépendantes, les banques centrales sont le plus souvent des institutions publiques dont les profits sont reversés au gouvernement. En annulant la dette détenue par la banque centrale, celle-ci perçoit et donc distribue moins de revenus. Les comptes publics ne sont donc pas affectés.

En affichant une dette publique plus faible, un argument en faveur de l'annulation serait que le gouvernement pourra s'endetter à un taux d'intérêt plus faible parce que la prime de risque aura diminué ou parce que la dette sera repassée sous le seuil symbolique d'une règle budgétaire. Cependant, parce que ni les engagements vis-à-vis des investisseurs privés, donc les flux réels du secteur public consolidés, ni les comptes publics ne sont affectés, la soutenabilité des dettes publiques et la prime de risque ne sont pas modifiées. Réduire la valeur faciale de la dette publique ne réduira mécaniquement pas le taux d'intérêt actuel ou futur de la dette publique. L'évolution des taux d'intérêts souverains dépendra en partie de la crédibilité de la politique budgétaire actuelle et future. Dans un contexte de taux d'intérêt souverains proche de zéro, les marges de manœuvre sur la charge d'intérêt qu'offre l'annulation de dette sont mécaniquement limitées. L'argument relatif aux marges de manœuvre futures qu'offrirait l'annulation est incertain et dépendra surtout de l'écart entre les taux d'intérêt futurs et le taux de croissance du PIB nominal.

40.

Voir par exemple la tribune parue dans *Le Monde* du 26 mai 2020, signée par Bridonneau B., J. Couppey-Soubeyran, N. Dufréne, G. Giraud, A. Grandjean, A. Lalucq et L. Scialom.

Par ailleurs se pose la question du bilan de la banque centrale, qui doit enregistrer une perte en capital, et potentiellement des fonds propres négatifs en cas d'annulation de dette. Contrairement à une banque commerciale, une telle situation n'entrave pas la capacité d'une banque centrale à poursuivre son activité. Cependant, sur le plan institutionnel, il se peut que les statuts contraignent la banque à être recapitalisée. Puisqu'il s'agit d'une institution publique, cette contrainte revient donc au gouvernement, qui devrait éventuellement apporter de nouveaux fonds propres. L'annulation de la dette provoquerait donc une situation paradoxale. En pratique, il est plus probable que la banque centrale réduise les flux de revenus futurs versés au gouvernement afin de rétablir progressivement ses fonds propres. Ainsi, ce que le gouvernement « gagne » aujourd'hui en capital, il le perd par des moindres revenus futurs.

La situation pourrait par ailleurs créer une forte incertitude sur la nature du signal envoyé aux investisseurs. Si le gouvernement peut faire défaut vis-à-vis de la banque centrale, ils pourraient anticiper qu'un défaut plus global – vis-à-vis des investisseurs privés – pourrait avoir lieu par la suite. De plus, la crédibilité de la banque centrale et la confiance dans la monnaie pourraient être affectées. Le signal envoyé aux marchés financiers lors d'une annulation de dette n'est donc pas mécaniquement positif. Dans le cas où elle soulèverait plus d'incertitudes qu'elle n'en résoudrait, il y aurait alors une hausse des primes de risque et donc une difficulté à financer de nouvelles émissions de dette publique.

L'histoire des défauts souverains suggère qu'ils résultent soit de l'incapacité des gouvernements à se refinancer, notamment lorsqu'ils sont endettés en monnaie étrangère, ou à un coût prohibitif, soit d'un changement radical de gouvernement qui considère que les engagements pris par son prédécesseur doivent être répudiés. Il semblerait plutôt incongru de faire défaut sur une dette qu'on n'a aucun mal à financer.

6. Conclusion

Notre analyse suggère que le QE ne peut être considéré systématiquement comme de la monétisation. Il s'en distingue principalement par le fait que les achats d'actifs – dans le cadre du QE – ne sont pas financés par de la monnaie mais par des réserves émises par la banque centrale uniquement utilisable par les banques commerciales. La monétisation se caractérise également par l'horizon temporel et par son implication au regard de l'objectif de politique monétaire. Aujourd'hui, la politique de QE reste compatible avec – elle est même motivée par – l'objectif d'inflation des banques centrales. La monétisation devrait traduire un changement de priorité pour la banque centrale et une coordination étroite avec la politique budgétaire éventuellement au détriment de la cible habituelle d'inflation.

Au-delà de ces différences, qui dans les circonstances actuelles peuvent paraître ténues, l'efficacité du QE repose sur des mécanismes différents de ceux de la monétisation. Le QE est efficace pour peser sur les primes de risque et de terme, ce qui peut avoir un intérêt dans la zone euro pour réduire les *spreads* de taux souverains. Son impact sur l'inflation dépend principalement de cet effet d'assouplissement des conditions de financement. En corollaire, les achats d'actifs peuvent avoir des effets indésirables sur les prix d'actifs et la stabilité financière.

La monétisation est probablement plus efficace en termes de stabilisation de la croissance nominale. Elle requiert une plus forte coordination avec la politique budgétaire. Son efficacité est aussi conditionnelle au caractère redistributif de la politique budgétaire.

41.

Voir également Arquié A., Héricourt J. et Tripiet F., 2020, « Covid-19: Has the time come for mainstream macroeconomics to rehabilitate money printing? », *EconPol Policy Brief*, n° 28.

taire, permettant d'allouer des dépenses au profit des individus ayant la plus forte propension à consommer. Cette interdépendance avec la politique budgétaire est primordiale puisqu'il revient nécessairement au gouvernement de faire les choix démocratiques. Sur le plan institutionnel, cette stratégie est plus difficile à mettre en œuvre dans la zone euro du fait des contraintes liées aux traités et à la décentralisation des politiques budgétaires⁴¹. Enfin, seulement dans un contexte d'excès de demande, la monétisation devrait se traduire par une accélération de l'inflation.

Finalement, l'annulation de la dette publique n'implique pas de modification de l'orientation de la politique monétaire. Ses effets reposent sur les éventuelles marges de manœuvre que pourrait retrouver la politique budgétaire. Mais, en créant un précédent, l'annulation de la dette aurait un effet incertain sur les taux souverains puisqu'elle pourrait modifier les anticipations des investisseurs considérant que la possibilité de défaut pourrait aussi les toucher à l'avenir ■

Nos derniers Policy briefs

19 octobre 2020 (*Policy brief 79*)

Investissement et capital productif publics en France : état des lieux et perspectives

Mathieu Plane, Xavier Ragot, Francesco Saraceno

14 octobre 2020 (*Policy brief 78*)

Perspectives économiques 2020-2021 Résumé des prévisions du 14 octobre 2020

Département analyse et prévisions de l'OFCE, sous la direction d'Éric Heyer et Xavier Timbeau

01 octobre 2020 (*Policy brief 77*)

Échanges commerciaux des produits et équipements de protection médicale : quels enseignements de la pandémie de COVID-19 ?

Raphaël Chiappini, Sarah Guillou

06 juillet 2020 (*Policy brief 76*)

Firm liquidity and solvency under the Covid-19 lockdown in France

Mattia Guerini, Lionel Nesta, Xavier Ragot, Stefano Schiavo

Christophe Blot et Paul Hubert, 2020, « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? », *OFCE Policy brief* 80, 9 novembre.

Directeur de la publication Xavier Ragot
Rédacteur en chef du blog et des *Policy briefs* Guillaume Allègre
Réalisation Najette Moummi (OFCE).

Copyright © 2020 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

www.ofce.sciences-po.fr  @ofceparis