



Munich Personal RePEc Archive

The central banks' helicopters

Dai, Meixing

BETA, University of Strasbourg, France

9 June 2011

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/34526/>
MPRA Paper No. 34526, posted 05 Nov 2011 08:24 UTC

Les « hélicoptères » des banques centrales

Meixing Dai[‡]

Résumé : Les effets de la politique d'assouplissement quantitatif, dont la mise en place ressemble à un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie, sont assez complexes. Mise en œuvre suite à une crise majeure induite par le dégonflement des bulles sur les prix d'actifs, cette politique crée, du fait de son caractère de distribution restreinte de la monnaie, des effets redistributifs au profit des institutions financières et bancaires sans toutefois relancer efficacement la croissance. Les crises bancaire et de dette souveraine dans la zone euro impliquent que la Banque centrale européenne doit réformer sa façon de lâcher de la monnaie afin de réduire effectivement les coûts de financement des agents financièrement contraints, y compris les Etats-membre de l'UEM.

Mots clefs: Assouplissement quantitatif ; trappe à liquidité; réforme de la politique monétaire ; crises bancaire et de la dette souveraine ; déflation.

Abstract: The effects of quantitative easing policy, which looks like a “helicopter dropping” of money, are quite complex. Implemented following a major crisis induced by the deflation of bubbles on asset prices, this policy creates redistributive effects in favour of financial and banking institutions without effectively stimulating the growth due to its character of restricted currency distribution. Banking and sovereign debt crises in the euro area implies that the European Central Bank must reform the way it “drops” the money to effectively reduce the financing costs of financially constrained agents, including the governments of the member States of EMU.

Keywords: Quantitative easing; liquidity trap; monetary policy reform, sovereign debt and banking crisis, deflation.

JEL classification numbers: E44, E52, E58.

[‡] BETA, University of Strasbourg, 61, avenue de la Forêt Noire, 67085 Strasbourg, France; Tel : (33)-03-68-85-21-31; Fax : (33)-03-68-85-20-71; e-mail: dai@unistra.fr.

En 2002, face à l'émergence des craintes d'une déflation accompagnée d'une croissance faible dans les médias dédiés à l'économie, Ben Bernanke, actuellement président de la Réserve Fédérale (Fed) des Etats-Unis, qui était alors membre du Conseil des gouverneurs de la Fed, a prononcé un discours sur le sujet. Pour lui, le gouvernement dans un système de monnaie fiduciaire détient les moyens matériels de créer de la monnaie (une presse à imprimer ou aujourd'hui, son équivalent électronique), et donc peut toujours éviter la déflation en émettant simplement plus de monnaie sans frais. Du fait qu'il se référait à une proposition de Milton Friedman sur l'utilisation du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie dans l'économie pour lutter contre la déflation, les critiques de Bernanke ont depuis lui donné comme surnom « *Helicopter Ben* ».

Un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie suivant la manière de Milton Friedman, à savoir que la banque centrale distribue aléatoirement de la monnaie à toute la population, n'induit pas d'effet d'encaisses réelles sur la consommation privée si les ménages sont identiques et le gouvernement est soumis à une contrainte de solvabilité (Buiter, 2005). Dans ce cas, l'injection de la monnaie ne peut pas affecter la demande globale en termes réels et a donc seulement des effets sur les prix nominaux. Cependant, l'injection de la monnaie peut affecter la consommation réelle si elle modifie les taux d'intérêt réels actuels et futurs (et donc les facteurs d'actualisation réels), ou la séquence de dotations réelles actuelles et futures. Ainsi, un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie est susceptible de créer l'inflation tout en stimulant la croissance courante lorsque l'économie est au point de sombrer dans une trappe à liquidité caractérisée par la déflation couplée d'une croissance faible voire négative.

Dans les pratiques de « lâchage par hélicoptères » ou d'assouplissement quantitatif adoptées par les banquiers centraux dans la crise actuelle, la distribution de monnaie centrale nouvellement créée est faite surtout en faveur des banques et des institutions financières. Comme montre l'exemple de la politique monétaire japonaise dans les décennies 1990 et 2000, ces pratiques ne marchent pas toujours ni pour créer l'inflation ni pour relancer fortement la croissance.

Dans ce qui suit, j'analyse d'abord les effets d'un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie au sens de Milton Friedman. J'explique ensuite pourquoi sa version moderne, c'est-à-dire la politique d'assouplissement quantitatif, opérée par les banques centrales des pays développés dans la crise actuelle, a des effets redistributifs importants en faveur des banques et institutions financières, et ne

peut pas relancer efficacement la croissance tout en stabilisant l'inflation. J'avance quelques propositions concernant l'orientation des réformes à mener en matière de politique monétaire pour rendre celle-ci plus efficace dans la lutte contre la déflation et la récession.

1. Inflation et « lâchage par hélicoptères » de la monnaie

Le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie au sens de Milton Friedman correspond à une augmentation de la quantité de billets et de pièces en circulation. Considérons le cas d'une économie où les agents utilisent seulement la monnaie sous forme de billets et de pièces. On admet que cette économie est par ailleurs caractérisée par une information parfaite, et la flexibilité parfaite des prix et des salaires. Ce lâchage peut alors avoir les effets suivants : Premièrement, il y a un effet de redistribution de revenu temporaire. Compte tenu d'une hausse de prix nominaux qui pourrait résulter d'un tel lâchage, les agents qui reçoivent une quantité de monnaie rapportée à l'encaisse monétaire déjà détenue proportionnellement plus importante que les autres auront gagné en pouvoir d'achat, et *vice versa*. Deuxièmement, lorsque les agents dépensent le revenu supplémentaire provenant de la hausse de la quantité de monnaie, la demande supplémentaire va se traduire par la hausse des prix nominaux des biens et donc des salaires des travailleurs. Au final, l'équilibre réel ne sera pas modifié et il y aura seulement une hausse de prix et des salaires nominaux proportionnelle à l'augmentation de la quantité de monnaie. Ce résultat est notamment prôné par les monétaristes, dont Milton Friedman, pour qui « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire ».

Dans une économie avec imperfection sur les marchés des biens et du travail sous la forme de rigidité des prix et des salaires nominaux, on peut penser que le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie aura des effets réels plus importants et plus persistants que dans le cas considéré précédemment. En effet, en raison des rigidités nominales, il est possible que, à la suite d'un choc négatif sur la demande globale, la production se trouve en-dessous du niveau de plein-emploi et qu'il y ait un chômage involontaire. Dans un tel cas, la demande supplémentaire pour les biens due au « lâchage par hélicoptères » de la monnaie peut être absorbée par une hausse de l'offre, ce qui

implique une hausse des prix nominaux proportionnellement moins importante que la hausse de la quantité de monnaie au moins pendant certaines périodes. Il s'agit ici d'un scénario néo-keynésien.

Dans une économie de marché financier où la monnaie sous forme de billets et de pièces ne constitue qu'une partie minoritaire de la masse monétaire à côté des dépôts bancaires, le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie peut-elle répliquer exactement les effets attendus dans les deux scénarios présentés ci-dessus ? La réponse dépend de la réaction des intermédiaires financiers qui ont le pouvoir de créer de la monnaie face à un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie sous forme de billets et de pièces. Si les intermédiaires financiers réagissent peu à la hausse de la quantité de monnaie « lâchée par les hélicoptères » de la banque centrale, la croissance de la masse monétaire dans son ensemble sera assez faible. Les banques peuvent se contenter de collecter de nouveaux dépôts issus du ramassage de billets et de pièces, sans augmenter les crédits d'un montant proportionnellement aussi important que la quantité de billets et de pièces « lâchés par hélicoptères ». Dans ce cas, les effets dans les deux scénarios considérés ci-dessus seront minorés sensiblement. Par contre, si les banques suivent le mouvement initié par la banque centrale en injectant de nouveaux crédits dans la même proportion que l'augmentation des billets et de pièces en circulation, on retrouve exactement les deux scénarios discutés ci-dessus.

Toutefois, on peut imaginer des scénarios alternatifs où la réaction de l'économie dévie très sensiblement de ceux imaginés ci-dessus. Dans les deux scénarios stylisés, on suppose que les agents modifient leur demande de biens et leur épargne après avoir reçu plus de monnaie, sans toutefois considérer ce qu'ils font de leur épargne. Dans une économie où il existe des actifs réels et financiers alternatifs au dépôt bancaire sur lesquels ils peuvent investir eux-mêmes et/ou via des intermédiaires financiers, les agents privés peuvent utiliser la nouvelle monnaie « lâchée par les hélicoptères » de la banque centrale et créée par les banques suite à ce lâchage pour acquérir les actifs risqués, ce qui pourrait provoquer une dynamique complexe de l'économie : hausse de prix des actifs, hausse de l'investissement productif et hausse de la consommation sans provoquer une hausse de prix aussi importante que ce qui est prédit par les théories monétaristes ou néo-keynésiennes.

Dans une économie ouverte, la monnaie lâchée par une banque centrale d'un pays peut retrouver le chemin vers l'étranger sans provoquer une dépréciation significative de sa monnaie nationale si

celle-ci est appréciée par les agents privés non-résidents et les banques centrales étrangères en tant que monnaie internationale ou monnaie de réserves de change. Les résidents de ce pays se trouvant en situation privilégiée peuvent utiliser la monnaie nouvellement émise pour acquérir les biens et les actifs financiers étrangers. Les entrées des capitaux provoquent une hausse des prix des actifs et une hausse de la production dans les pays accumulant cette monnaie comme réserves de devise. Il en résulte des problèmes de déséquilibre macroéconomique interne et externe dans les pays acquérant cette monnaie et une véritable création de richesse (ou revenu de seignuriage) pour le pays émetteur de monnaie internationale. Ce dernier pourrait alors créer plus de monnaie sans créer nécessairement une inflation nationale plus élevée comme le prédisent les monétaristes.

2. Un déluge de liquidité pour endiguer les effets de la crise financière globale

Depuis les années 1970, les banques centrales mettent en œuvre la politique monétaire via une procédure opérationnelle visant à cibler le taux d'intérêt interbancaire à très court terme au lieu de contrôler la masse monétaire dans l'économie comme on l'enseigne dans les cours de macroéconomie du 1^{er} cycle universitaire de sciences économique.

Dans cette procédure opérationnelle, les banques commerciales peuvent obtenir des liquidités via le marché monétaire et/ou recourir à la banque centrale pour satisfaire leur besoin de liquidité en mettant sous garanties des actifs admissibles selon les critères fixés par cette dernière. Cette procédure de contrôle du taux d'intérêt permet à la banque centrale de contrôler indirectement le taux d'intérêt réel à moyen et long terme et les prix des actifs financiers (donc les effets de richesse), ce qui affecte l'arbitrage intertemporel entre la consommation et l'épargne des ménages et la décision d'investissement des entreprises. Pour mieux ancrer les anticipations de l'inflation, la banque centrale indépendante est amenée à fixer un objectif d'inflation et à communiquer de manière transparente sur ses décisions de politique monétaire. Ce régime de politique monétaire est connu sous le nom de ciblage de l'inflation. L'efficacité de la politique monétaire sous ce régime dépend alors du bon fonctionnement des marchés financiers et du système bancaire.

D'après Giavazzi et Giovannini (2010), un respect strict du ciblage de l'inflation peut conduire à des taux d'intérêt trop bas, poussant l'économie dans une « trappe à bas taux d'intérêt », où les taux d'intérêt faibles induisent trop de prise de risque et augmentent la probabilité de crises. Les crises, à leur tour, exigent des taux d'intérêt bas pour soutenir le système financier. En cas d'affaiblissement du système financier, le relèvement des taux devient extrêmement difficile et les banques centrales restent bloquées dans un équilibre de bas taux d'intérêt, ce qui induit à son tour une prise de risque excessive. Ce type de scénario s'est concrétisé précédemment au Japon dans la décennie 2000 et actuellement dans la plupart des pays industrialisés.

Les banques les plus importantes dont la faillite est susceptible de provoquer une crise systémique peuvent considérer qu'elles disposent d'un *put* ou un filet de protection contre la baisse des prix des actifs tendu par la banque centrale (Farhi et Tirole, 2009). Ainsi, elles peuvent s'engager dans des opérations très risquées tout en utilisant un effet de levier maximal compatible avec les régulations financières existantes. Dans la crise actuelle, les grandes banques commerciales des pays développés sont sauvées grâce à des taux d'intérêt bas et à un accès facilité à la liquidité des banques centrales injectée dans le cadre des programmes d'assouplissement quantitatif. Ces derniers consistent à injecter dans le système financier et bancaire plus de liquidité que nécessaire pour maintenir le taux d'intérêt à très court terme à un niveau presque nul.

Ce type de sauvetage crée un avantage indu pour le secteur bancaire, notamment les grandes banques. En général, comme on l'a constaté, les banques profitent des taux extrêmement bas pour réaliser des profits importants et reconstituer leurs fonds propres, tout en continuant à payer des bonus et salaires exorbitants à certains banquiers et traders. Cela est équivalent à un « lâchage par hélicoptères » de la monnaie par la banque centrale sur les toits des banques privées, alors que ces dernières monopolisent la collecte des billets, sans véritablement partager le bénéfice de ce lâchage avec les autres agents économiques excepté certaines catégories d'opérateurs financiers.

En effet, après la crise financière globale de 2007-2009, les banques ont resserré leurs critères de distribution de crédit et ont augmenté les taux d'intérêt appliqués aux emprunteurs les moins favorablement notés en termes de solvabilité, y compris certains Etats membres de la zone euro. Par contre, les banques continuent à prêter massivement aux opérateurs financiers spéculant sur les

marchés financiers et les marchés des matières premières et alimentaires, provoquant la hausse de prix des titres, et des matières premières et alimentaires. La hausse des prix des titres (obligations et actions) permet d'améliorer le bilan des banques et des institutions financières, et d'accroître le patrimoine des ménages et des entreprises détenant ces actifs. Il y a un effet redistributif en faveur de ces agents. La hausse des prix des matières premières et alimentaire opère un effet redistributif en faveur des spéculateurs et des pays producteurs des matières premières et alimentaires, et en défaveur du pouvoir d'achat des ménages et de la profitabilité des entreprises qui consomment directement ou indirectement ces matières.

Il existe donc une différence majeure entre la façon d'opérer le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie imaginée par Milton Friedman et celle dont les banques centrales des pays développés opèrent actuellement dans les programmes d'assouplissement quantitatif. Milton Friedman suppose implicitement que la banque centrale distribue aléatoirement de la monnaie à toute la population. Cela n'est pas le cas dans les pratiques de « lâchage par hélicoptères » adoptées par les banquiers centraux dans la crise actuelle.

Comme l'a montré l'expérience de la banque centrale du Japon, qui a même acheté des actions sur le marché boursier, le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie à travers les programmes d'assouplissement quantitatif peut ne pas suffire pour lutter contre la déflation accompagnée d'un affaiblissement de la croissance.

Les critiques de la politique monétaire japonaise considèrent que la Banque du Japon était trop timide et trop tardive dans l'application de la politique d'assouplissement quantitatif, ce qui explique pourquoi la Fed et la Banque d'Angleterre sont allées beaucoup plus vite avec des programmes de « lâchage par hélicoptères » de la monnaie centrale beaucoup plus importants. A la différence de la Banque centrale européenne (BCE), dont les interventions dans la zone euro sont limitées pour des raisons politiques et institutionnelles, la Fed et la Banque d'Angleterre ont massivement acheté la dette publique, ce qui permet de lâcher indirectement de la monnaie vers un public plus large via les programmes de dépenses publiques lorsque ceux-ci ne visent pas directement le secteur financier.

Par contre, dans la zone euro, beaucoup de pays périphériques, notamment la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie ne profitent pas du tout du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie

opéré par la BCE. La monnaie nouvellement lâchée est retenue dans le système bancaire et financier. Privés de la souveraineté monétaire (autrement dit, la possibilité de bénéficier directement du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie), ces Etats ne peuvent pas se financer à un taux d'intérêt bas sur le marché financier puisque les opérateurs financiers considèrent leurs obligations comme risquées.

La différence des pratiques de « lâchage par hélicoptères » de la monnaie explique que des Etats surendettés tels que les Etats-Unis et le Royaume Uni ne souffrent pas pour l'instant d'un endettement public élevé qui s'accroît à une grande vitesse, tandis que certains pays de la zone euro qui ont une situation budgétaire similaire sont confrontés aux difficultés du refinancement de la dette publique. Ces pays en difficulté doivent payer des taux d'intérêt beaucoup plus élevés que ceux supportés par l'Allemagne et la France et ceux qu'ils payaient avant la crise actuelle. Cela correspond à une baisse des prix des obligations publiques de ces pays. Ainsi, les banques des pays en pleine crise de dette souveraine peuvent être victimes de cette situation si elles détiennent une quantité importante de dettes publiques considérées comme risquées dans leur bilan. Une crise bancaire peut déclencher une crise de dette souveraine comme dans le cas de l'Irlande. A l'inverse, une crise de dette souveraine peut également entraîner une crise bancaire majeure dans les pays de la zone euro concernés si la résolution de la crise budgétaire dans certains Etats-membres surendettés passe par une réduction massive de la valeur de remboursement de la dette publique.

3. Les limites de l'injection de la liquidité

La Fed utilise le « lâchage par hélicoptères » de la monnaie ou la politique d'assouplissement quantitatif pour lutter contre la pression déflationniste liée à l'éclatement des bulles immobilières tout en visant des taux de croissance au-dessus du potentiel de l'économie américaine estimé par les économistes. Pour l'instant, elle a réussi à faire monter le taux d'inflation via notamment la dépréciation du dollar américain et la hausse des prix des matières premières et alimentaires. On peut douter qu'elle réussira à stabiliser le taux de croissance de l'économie américaine au niveau élevé

réalisé avant la crise de 2007-2009, d'autant plus que la croissance modérée actuelle est obtenue avec un déficit public élevé et sans précédent historique, et un taux d'intérêt extrêmement bas.

La forte croissance de l'économie américaine avant 2007 est en grande partie due à un effet de richesse virtuelle induit par la hausse du prix immobilier. Il est aujourd'hui difficile d'imaginer qu'on peut endiguer les effets négatifs sur la croissance et le système financier dus au dégonflement des bulles immobilières sans créer d'autres déséquilibres macroéconomiques importants. Le prix immobilier continue à baisser actuellement aux Etats-Unis selon l'indice du prix immobilier S&P/Case-Shiller. Compte tenu de la difficulté d'augmenter l'importance des soutiens publics à l'économie et du blocage de la transmission des effets de la politique monétaire souligné ci-dessus, on peut s'attendre à une croissance américaine relativement faible mais à une inflation relativement élevée, ce qui correspond à une stagflation (Leijonhufvud, 2008).

Cette perspective peu prometteuse est due au changement de perception et de comportement des agents privés. Il est quasiment impossible que les banques américaines surchargées par les mauvaises créances et les ménages américains surendettés recommencent à créer une bulle immobilière pour faire profiter à l'économie américaine d'un nouvel effet de richesse virtuelle. Le comportement de ces agents est allé dans le sens complètement opposé à ce scénario, ce qui explique que le prix immobilier, qui a déjà baissé beaucoup par rapport au niveau précédent, continue à diminuer. Au Royaume-Uni, le prix immobilier, après une chute importante et rapide durant la crise de 2007-2009 a retrouvé presque le niveau du sommet atteint avant la crise pour des raisons géopolitiques selon the *Economist*, mais cela ne suffit pas pour que la croissance britannique ne soit pas faible malgré une inflation plutôt élevée. A contrario, le prix immobilier français, qui a à peine chuté durant la crise, repart de plus belle, ce qui apporte toutefois un soutien limité à la croissance française car les ménages français, contrairement à leurs homologues américains, n'empruntent pas à leur banque pour consommer quand ils voient la valeur de leurs maisons ou appartements augmenter.

Dans ce contexte de faible croissance et d'inflation relativement élevée, les pays développés vont connaître une tension politique entre les agents économiques qui ont bénéficié des aides publiques et du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie et ceux qui n'en ont pas profité. Face à ce conflit sociétal, les autorités monétaires doivent penser à réformer le mode de « lâcher par hélicoptères » de la

monnaie, qui bénéficie actuellement excessivement aux banques et acteurs financiers en termes d'information privilégiée, et en termes de facilité et de faibles coûts d'accès à la liquidité de la banque centrale. En effet, la discrimination en faveur des banques et des institutions financières est digne d'un « délit d'initiés » sur le marché financier même si le lâchage est expressément destiné à soutenir l'économie en évitant la faillite des grandes institutions financières, en stimulant les activités bancaires et financières, et en faisant monter les prix des actifs financiers. Pendant combien de temps encore la population peut-elle tolérer, sans se révolter, la flambée des prix des matières premières et alimentaires au nom de la lutte contre la déflation ou contre la trappe à liquidité ? Même si une telle politique permet aux économies occidentales de retrouver le chemin d'une croissance aussi soutenue qu'avant la crise actuelle, la majeure partie de la population ne serait pas heureuse du fait que le partage de la richesse créée est biaisé en faveur d'une minorité (Xie, 2011).

Une orientation des réformes consiste à pousser les banques centrales à moins soutenir inconditionnellement les banques et les institutions financières, mais à apporter en cas de crise des aides plus importantes directes et/ou indirectes (sans toujours passer par les banques et les institutions financières), aux Etats, aux entreprises et aux ménages en difficulté financière. Ainsi, ceux qui éprouvent des besoins de dépenser plus et/ou ont des projets d'investissement viables trouveront le moyen de satisfaire leur besoin de financement. Grâce à une demande globale plus élevée, la croissance pourrait devenir plus robuste avec une inflation plus modérée du niveau général des prix. En effet, du fait de la limitation de la liquidité accordée au système bancaire et financier, la pression inflationniste due à la hausse des prix des matières premières et alimentaires, induite par la spéculation stimulée par la politique d'assouplissement quantitatif, sera moins forte.

Dans la zone euro, l'achat direct par la BCE des dettes des Etats en difficulté financière pour ramener leur taux d'intérêt à un niveau proche des meilleurs taux d'intérêt observés dans la zone euro, contre un tutorat strict des autorités budgétaires des Etats ayant reçu un tel soutien financier, aurait constitué une solution meilleure que celle qui est mise actuellement en place par l'Union Européenne (UE) conjointement avec le Fonds monétaire international en Grèce, en Irlande et au Portugal. En effet, l'intervention de l'UE via le fonds de stabilité financière et celle du FMI ne permettent pas aux Etats aidés de profiter des taux d'intérêt très bas dont bénéficient les banques privées européennes

(bonnes ou mauvaises) auprès de la BCE. En effet, la solution alternative implique moins de souffrance à court terme comme à long terme pour les populations des Etats concernés, étant donné que l'importance de la charge de la dette publique et les coûts sociaux des restructurations budgétaires sont positivement liés au niveau du taux d'intérêt payé par ces Etats.

Au niveau international, la politique monétaire actuelle opérée par les banques centrales favorise une revalorisation de la richesse des pays exportateurs de matières premières et alimentaires. Les pays développés mais déficitaires au niveau de la balance commerciale bénéficient de termes de l'échange favorables au pouvoir d'achat de leurs populations et cet avantage disparaîtra lorsque les banques centrales des pays émergents et des pays exportateurs de matières premières et alimentaires se rendront compte qu'elles ont accumulé trop de devises, émises par les Etats-Unis, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni. L'objectif économiquement justifié de l'accumulation des devises par la banque centrale d'un pays est de stabiliser le taux de change afin de minimiser le risque de change pour les agents économiques de ce pays. Toute manipulation du taux de change pour accélérer la croissance nationale s'avère vaine à moyen et long terme. En effet, une accumulation excessive des devises est un moyen sûr de faire baisser le bien-être de la population du pays adoptant cette pratique car les actifs monétaires et financiers accumulés peuvent connaître une perte massive de valeur lorsque les émetteurs abusent de leur pouvoir de création de ces actifs. Par ailleurs, les emplois créés grâce à la sous-évaluation de la monnaie nationale pourraient être de nouveau perdus lorsque celle-ci est réévaluée sous des pressions internes et/ou externes.

Il est donc concevable que les banques centrales des pays émergents et des pays exportateurs des matières premières et alimentaires arrêtent d'accumuler des devises internationales en acceptant une réévaluation de leur monnaie pour éviter une inflation nationale trop élevée si elles constatent que les pays développés recourent excessivement aux politiques d'assouplissement quantitatif. L'arrêt de l'accumulation des devises par ces banques centrales va priver certaines banques centrales émettrices de monnaie internationale, telle la Fed, du pouvoir de massivement « lâcher par hélicoptères » de la monnaie sans se soucier de la pression inflationniste pour leur propre économie. Cette perspective doit donc inciter ces banques centrales émettrices de monnaie internationale à limiter le « lâchage par

hélicoptères » de la monnaie car à long terme, l'accroissement inconsidéré de la monnaie entraîne sûrement une inflation incontrôlée au niveau mondial.

Conclusion

La version moderne du « lâchage par hélicoptères » de la monnaie, ou la politique d'assouplissement quantitatif de la monnaie, n'est pas en soi suffisante pour lutter contre la déflation, contrairement à ce qui se passe dans une économie, imaginée par le prix Nobel d'économie Milton Friedman, où toute hausse de la masse monétaire se traduit par une hausse proportionnelle du niveau général des prix sans aucun effet réel sur l'économie. Dans la pratique actuelle de l'injection de la monnaie dans l'économie, les banques centrales préfèrent injecter la liquidité via le système bancaire, qui redistribue celle-ci en maximisant son propre profit et les rémunérations des banquiers. Cela pourrait limiter l'efficacité de la mesure destinée à lutter contre la déflation et la récession.

En stimulant la hausse des prix d'actifs et des prix des matières premières et alimentaires tout en laissant le marché financier et le système bancaire augmenter les coûts de financement pour les agents économiques en difficulté financière, cette politique peut créer un puissant effet de redistribution au détriment des agents non-financiers en mal de financement, y compris des Etats en difficulté financière et privés du pouvoir d'émettre de la monnaie du fait de leur appartenance à la zone euro. Pour ces Etats, ce type de politique monétaire ne peut éviter une crise de dette publique, qui à son tour peut entraîner une crise bancaire. La politique d'assouplissement quantitatif actuelle, si elle est appliquée de manière suffisamment agressive, peut relancer l'inflation au niveau national et international. Cependant, on peut douter qu'elle puisse relancer efficacement la croissance dans les pays développés.

Il est dès lors souhaitable d'imaginer un « lâchage par hélicoptère » de la monnaie vers les agents économiques qui sont contraints financièrement, pour créer effectivement une hausse de la demande globale et une condition plus favorable à une croissance forte accompagnée d'une hausse des prix modérée. Ainsi, la majorité de la population pourrait devenir plus heureuse que dans une situation où les autorités monétaires pratiquent une politique prioritairement en faveur des marchés financiers et du système bancaire.

Références bibliographiques :

Buiter, Willem H. (2005), “New developments in monetary economics: Two ghosts, two eccentricities, a fallacy, a mirage and a mythos,” *Economic Journal* 115(502), C1-C31.

Farhi, Emmanuel et Jean Tirole (2009), “Leverage and the Central Banker’s Put,” *American Economic Review* 99(2), 589-93.

Giavazzi, Francesco and Alberto Giovannini (2010), “The low-interest-rate trap,” VOX <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5309>.

Leijonhufvud, Axel (2008), “Keynes and the Crisis,” *CEPR Policy Insight* No. 23, 1-6.

Xie, Andy (2011), “If world is getting wealthier, why do we feel poorer?” MarketWatch, <http://www.marketwatch.com/story/as-rich-get-richer-we-head-for-inflationary-doom-2011-02-01?pagenumber=2>.