

Un terrain nouveau

Une politique monétaire énergique pour combattre la crise

LE RALENTISSEMENT de l'économie mondiale ne sera probablement pas aussi sérieux que la Grande Crise, en partie à cause de la réaction vigoureuse des pouvoirs publics. Il y a 80 ans, les dirigeants n'étaient même pas convaincus, dans un premier temps, de la nécessité d'une détente monétaire, et ils portent une grande part de responsabilité dans la récession qui s'ensuivit. Le graphique montre à quel point la manière de penser a changé depuis.

Lorsque la crise a commencé à la mi-2007, la Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé son objectif pour le taux d'intérêt directeur (le taux des fonds fédéraux auquel les banques se prêtent de l'argent au jour le jour) et établi des facilités spéciales pour garantir l'accès à des liquidités de toutes les composantes du système financier. Un excès de fonds dans le système amènerait le taux des fonds fédéraux au-dessous de l'objectif et alimenterait peut-être l'inflation, et la Fed a vendu des titres du Trésor pour absorber cet excédent.

Après l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, la situation économique et financière s'est dégradée sensiblement. La Fed a encore baissé son taux directeur, mis en place d'autres facilités et laissé son bilan plus que doubler en volume sur quelques mois seulement, d'où un gonflement des réserves des banques et donc de la monnaie centrale. Cependant, les agrégats monétaires plus larges n'ont augmenté que modérément, étant donné le comportement prudent des banques.

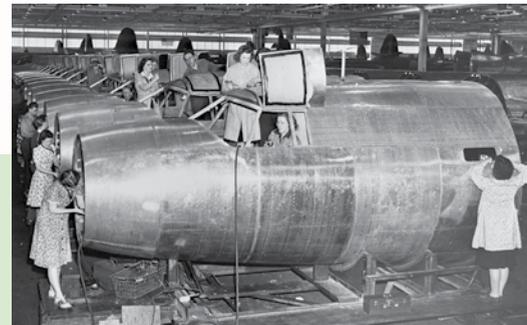
Du fait de l'expansion du bilan de la Fed, il a été difficile de maintenir le taux des fonds fédéraux proche de l'objectif, et en décembre 2008 la Fed a abaissé sa fourchette cible à 0-25 points de base. Bien qu'elle ne puisse plus baisser son taux, la Fed peut encore mener la politique monétaire en modifiant la composition et le volume de son bilan. Et cette faculté est cruciale, étant donné la menace de déflation.

Grande Crise

En durcissant sa politique en 1930, la Fed a contribué à provoquer la Grande Crise, et en 1937 elle a freiné trop vite, étouffant la reprise et faisant basculer l'économie en récession. Entretemps, elle a accru la masse monétaire, mais bien moins énergiquement qu'aujourd'hui.

Financement de la guerre

La Fed a acheté des titres du Trésor pendant la Seconde Guerre mondiale, alors que l'État devait emprunter à grande échelle pour financer un budget de défense nationale en forte expansion. La Fed contribuant au financement de déficits budgétaires records, la monnaie centrale a fluctué fortement pendant les années 40, mais sans commune mesure avec sa hausse à l'automne 2008.



Monnaie centrale américaine ajustée, variation en pourcentage sur un an



Monnaie centrale

Source : Banque fédérale de réserve de Saint-Louis.

Rédigé par Koshy Mathai et Simon Willson, du FMI.



La monnaie centrale encore plus haut

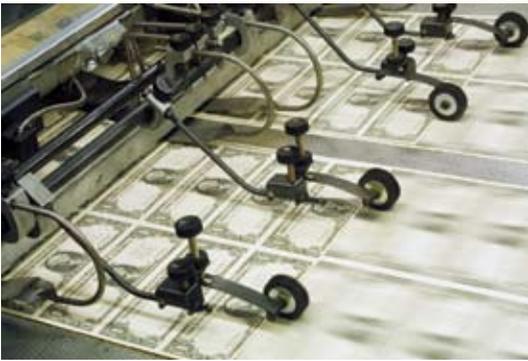
Ayant déjà doublé le volume de son bilan, la Fed est maintenant sur le point de le gonfler encore plus, et de porter la monnaie centrale (trait bleu dans le graphique) encore bien plus haut. En mars 2009, la Fed a annoncé qu'elle accroîtrait massivement ses achats de titres adossés à des créances hypothécaires et de titres de créance émis par les organismes hypothécaires Fannie Mae et Freddie Mac, et qu'elle achèterait des bons du Trésor américain à long terme. Elle a commencé à le faire, mais pourrait aller beaucoup plus loin.

Comment s'en sortir

Il ne fait guère de doute que la forte expansion de la monnaie centrale est justifiée étant donné le ralentissement économique brutal et le risque de déflation, mais il pourrait être difficile de se sortir de cette situation.

Lorsque l'économie commencera à se redresser et que les banques ne seront plus aussi réticentes à prêter leurs réserves, la Fed devra réduire rapidement la monnaie centrale pour prévenir l'inflation. Il est bien sûr difficile de savoir quand exactement.

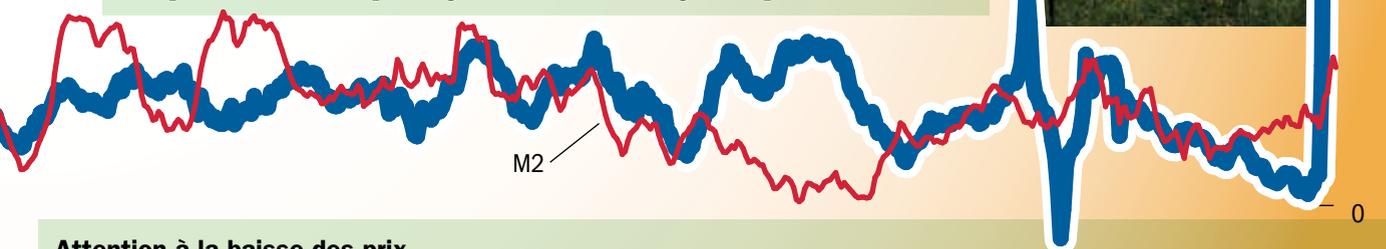
Mais même si le moment d'agir saute aux yeux, il sera peut-être moins évident de savoir comment, car la Fed dispose maintenant dans son bilan d'actifs qui sont relativement à long terme et illiquides, et donc difficiles à céder rapidement. La Fed envisage plusieurs possibilités d'action, dont certaines exigeraient de nouveaux textes portant autorisation.



Du liquide

Le trait bleu épais du graphique indique la croissance annuelle de la monnaie centrale américaine ajustée, c'est-à-dire le montant des espèces dans l'économie et les réserves bancaires qui pourraient être prêtées et dépensées aussi. En dehors d'un pic juste avant l'an 2000, où la population, par crainte d'une panne des systèmes informatiques, avait stocké des espèces, la croissance de la monnaie centrale a été relativement stable de la Seconde Guerre mondiale à la fin de 2008.

Le trait rouge plus fin montre pourquoi il n'y a pas de menace imminente d'inflation en dépit de l'explosion de la monnaie centrale. Tout l'argent injecté dans les banques est resté dans leurs coffres. Le trait rouge indique l'évolution de M2, à savoir la monnaie centrale (trait bleu) plus le solde des comptes chèques et d'épargne des particuliers et des entreprises. Cette mesure plus large de la monnaie n'a augmenté que modérément.



Attention à la baisse des prix

Les consommateurs aiment que le prix de ce qu'ils achètent baisse, mais si les prix diminuent de manière générale et continuent de le faire («déflation»), l'économie risque de s'engager dans une dangereuse spirale à la baisse. Du fait de la déflation, l'emprunt semble cher même à des taux d'intérêt très bas, d'où une baisse de l'investissement, un ralentissement de la croissance et des prix encore plus bas; le remboursement de la dette paraît plus cher pour les consommateurs, et ils se

sentent donc plus pauvres et dépensent moins, d'où un nouveau recul des prix; les consommateurs sont peut-être enclins à reporter leurs achats dans l'espoir de payer moins plus tard. Mais si tous restent en position d'attente, les prix baisseront encore plus et l'économie peut entrer dans un cercle vicieux. Il est capital d'éviter cela et la Fed a donc accru la monnaie centrale. C'est aussi pourquoi les pouvoirs publics à travers le monde ont adopté de vastes plans de relance budgétaire.