

LES CANAUX DE TRANSMISSION MONÉTAIRE : LEÇONS POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE ¹

Les années récentes ont vu les banques centrales de nombreux pays mener une stratégie de relèvement anticipé des taux d'intérêt destinée à prévenir une hausse de l'inflation due à la surchauffe de l'économie. Pour que cette stratégie s'avère un succès, les autorités monétaires doivent pouvoir évaluer précisément le rythme et l'incidence de leurs actions sur l'économie, ce qui suppose une compréhension des mécanismes par lesquels la politique monétaire affecte l'économie.

FREDERIC S. MISHKIN
*Banque fédérale de réserve de New York
Graduate School of Business, Université Columbia
et National Bureau of Economic Research*

La politique monétaire se situe désormais au cœur des débats relatifs aux mesures susceptibles de favoriser une croissance durable et la stabilité des prix dans l'économie. La politique budgétaire a perdu son attrait en tant qu'instrument de stabilisation de l'ensemble de l'économie, en raison des doutes quant à la capacité de régler les mesures budgétaires de façon à atteindre le degré de stabilisation souhaité et également du fait des préoccupations relatives aux déficits budgétaires. Il s'ensuit que, depuis quelques années, économistes et hommes politiques recommandent que l'objectif de stabilisation de la production et de l'inflation revienne à la politique monétaire. Les économistes en sont également venus à prôner plus fermement la stabilité des prix comme principal objectif à long terme d'une banque centrale.

¹ Article rédigé pour le colloque Banque de France-Université, « Cycles financiers et croissance », 24-26 janvier 1996 — je tiens à remercier Dorothy Sobol pour ses commentaires judicieux. Toutes les opinions exprimées dans ce rapport sont celles de l'auteur, et non de la Banque fédérale de réserve de New York ou du Système fédéral de réserve, ni de l'Université Columbia, ni du National Bureau of Economic Research.

Dans le présent article, je me propose de passer en revue les mécanismes de transmission de la politique monétaire et de vous faire part de mes appréciations sur les travaux, de plus en plus nombreux, consacrés à ce sujet. Je commencerai tout d'abord par les canaux traditionnels de taux d'intérêt, puis j'examinerai les canaux agissant par le biais des prix d'autres actifs ; enfin, j'évoquerai ce que l'on appelle le canal du crédit, qui a fait l'objet de nombreuses études ces dernières années. Il est important de comprendre ces mécanismes de transmission, non seulement en raison de leur intérêt propre, mais aussi parce qu'ils comportent des leçons pour la politique monétaire, ce que je montrerai en conclusion.

1. Canaux traditionnels de taux d'intérêt

Je débute la présentation des mécanismes de transmission de la politique monétaire par les canaux de taux d'intérêt, car il s'agit là d'un thème classique de la littérature économique depuis plus de cinquante ans et aussi du principal mécanisme de transmission de la politique monétaire dans le modèle keynésien de base ISLM, qui sert de référence dans l'enseignement de la macro-économie.

La conception keynésienne ISLM traditionnelle du mécanisme de transmission de la politique monétaire peut se résumer par le schéma suivant, qui illustre les effets d'une expansion monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1)$$

où $M \uparrow$ indique la conduite d'une politique monétaire expansionniste, qui aboutit à une baisse des taux d'intérêt réels ($i_r \downarrow$) ; celle-ci réduit le coût du capital, ce qui entraîne une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et, par là-même, un accroissement de la demande globale et de la production ($Y \uparrow$).

Bien que, à l'origine, Keynes ait présenté ce canal comme agissant principalement par l'intermédiaire des décisions des entreprises en matière de dépenses d'investissement, des études ultérieures ont montré que l'investissement en logement et l'acquisition de biens de consommation durables des ménages étaient également des décisions d'investissement. Par conséquent, le schéma présenté ci-dessus s'applique tout aussi bien à certaines dépenses des consommateurs, I représentant alors les dépenses relatives au logement et à l'achat de biens de consommation durables.

Une caractéristique importante du canal du taux d'intérêt est l'accent qu'il met sur le taux d'intérêt *réel* plutôt que nominal, comme étant celui qui affecte les décisions des consommateurs et des entreprises. En outre, c'est le taux d'intérêt réel à *long* terme, et non à court terme, qui est souvent considéré comme ayant une incidence majeure sur les dépenses. Comment se fait-il que des modifications du taux d'intérêt nominal à court terme induites par une banque centrale entraînent une variation correspondante du taux d'intérêt réel à court et à long terme ? Cela s'explique par la rigidité des prix, de sorte qu'une politique monétaire expansionniste qui abaisse le taux d'intérêt nominal à court terme réduit également le taux d'intérêt *réel* à court terme ; cet enchaînement resterait encore valable dans un monde régi par les anticipations rationnelles. L'hypothèse des anticipations de la structure par terme des taux, selon laquelle le taux d'intérêt à long terme représente une moyenne des prévisions relatives aux taux d'intérêt futurs à court terme, donne à penser que la baisse du taux d'intérêt réel à court terme entraîne une chute du taux d'intérêt réel à long terme. Ce fléchissement des taux d'intérêt réels aboutit ensuite à une hausse de l'investissement en capital fixe des entreprises, de l'investissement en logements, des dépenses de biens de consommation durables et de formation des stocks, le tout provoquant une augmentation de la production globale.

Le fait que ce soit le taux d'intérêt réel, et non nominal, qui exerce une influence sur les dépenses constitue un mécanisme important de la façon dont la politique monétaire est susceptible de stimuler l'économie, même si les taux d'intérêt nominaux atteignent un seuil zéro lors d'une phase de déflation.

Avec des taux d'intérêt nominaux au plancher, une croissance de la masse monétaire ($M \uparrow$) est susceptible d'élever le niveau des prix attendu ($P^e \uparrow$) et donc l'inflation anticipée ($\pi^e \uparrow$), entraînant par conséquent une réduction des taux d'intérêt réels ($i_r \downarrow$) même lorsque le taux d'intérêt nominal est fixé à zéro, et une stimulation des dépenses par le canal du taux d'intérêt ci-dessus, soit :

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2)$$

Par conséquent, ce mécanisme indique que la politique monétaire peut continuer d'être efficace même lorsque les autorités monétaires ont déjà ramené les taux d'intérêt nominaux à zéro. De fait, ce mécanisme est un des thèmes principaux des débats monétaristes visant à expliquer pourquoi l'économie américaine ne s'est pas retrouvée prise dans une trappe à liquidité durant la grande dépression et pourquoi une politique monétaire expansionniste aurait pu prévenir la chute de la production durant cette période.

Taylor (1995) propose une excellente vue d'ensemble des récentes études menées sur les canaux de taux d'intérêt et, selon lui, l'expérience prouve largement que les taux d'intérêt exercent un effet considérable sur les dépenses de consommation et d'investissement, ce qui en fait un puissant mécanisme de transmission de la politique monétaire. Sa position est fortement controversée : de nombreux chercheurs, comme Bernanke et Gertler (1995), professent une toute autre opinion et affirment que les études empiriques ont eu beaucoup de mal à déceler une incidence significative des taux d'intérêt par le biais du coût du capital. Ces experts considèrent que l'échec du taux d'intérêt comme mécanisme de transmission de la politique monétaire a encouragé la recherche d'autres mécanismes, notamment le canal du crédit.

2. Canaux des prix d'autres actifs

Une des principales objections des monétaristes au paradigme ISLM concernant l'analyse des effets de la politique monétaire sur l'économie est que ce modèle se concentre sur le prix d'un seul actif, le taux d'intérêt, et non sur les prix de plusieurs actifs¹. Les monétaristes imaginent un mécanisme de transmission dans lequel les prix relatifs d'autres actifs et la richesse réelle transmettent des effets monétaires dans l'économie. L'identification de ces autres canaux est une caractéristique des modèles macro-économiques conçus par des keynésiens, tels Franco Modigliani, qui considèrent les effets des prix de ces autres actifs comme essentiels pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il existe deux actifs-clés, en plus des obligations, qui font l'objet de beaucoup d'attention dans la littérature consacrée aux mécanismes de transmission : les devises et les actions.

2.1. Canal du taux de change

Compte tenu de l'internationalisation croissante de l'économie américaine et du passage aux taux de change flexibles, on s'est davantage intéressé à la transmission de la politique monétaire à travers l'influence des taux de change sur les exportations nettes. De fait, ce mécanisme de transmission est devenu une caractéristique des principaux manuels de référence en macro-économie, tout comme ceux portant sur la monnaie et le système bancaire. Ce canal fait également intervenir les effets du taux d'intérêt car la baisse des taux d'intérêt réels nationaux réduit l'attrait des dépôts nationaux en dollars par rapport aux dépôts libellés en monnaies étrangères, ce qui entraîne une chute de la valeur des dépôts en dollars par rapport aux dépôts en devises, c'est-à-dire une dépréciation du dollar (figurée par $E \downarrow$). La dépréciation de la monnaie nationale abaisse le prix des biens nationaux par rapport aux biens étrangers, ce qui se traduit par une augmentation des exportations nettes ($NX \uparrow$) et donc de la production globale. Par conséquent, le schéma du mécanisme de transmission de la politique monétaire par le canal du taux de change est le suivant :

¹ Cf. Meltzer (1995), par exemple

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (3)$$

Ce canal joue un rôle important dans la façon dont la politique monétaire affecte l'économie nationale, ce qui apparaît clairement dans les récentes études menées sur ce sujet, comme celles de Bryant, Hooper et Mann (1993) et de Taylor (1993).

2.2. Canal du cours des actions

Il existe deux canaux importants impliquant les cours des actions pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire : ils se réfèrent à la théorie de l'investissement de Tobin (coefficient q) et aux effets de richesse sur la consommation.

2.2.1. La théorie du coefficient q de Tobin

Cette théorie établit un mécanisme selon lequel la politique monétaire affecte l'économie par le biais de ses effets sur la valorisation des actions (cf. Tobin 1969). Tobin définit le coefficient q comme étant le rapport entre la valeur boursière des entreprises et le coût de renouvellement du capital. Si q est élevé, la valeur boursière des entreprises est élevée par rapport au coût de renouvellement du capital et les nouveaux investissements productifs sont peu onéreux par rapport à la valeur boursière des entreprises. Celles-ci peuvent alors émettre des actions et en obtenir un prix élevé, compte tenu du coût des investissements productifs qu'elles réalisent. Par conséquent, les dépenses d'investissement augmenteront car les entreprises peuvent acquérir beaucoup de biens d'équipement en émettant peu d'actions nouvelles.

En revanche, lorsque q est faible, les entreprises ne chercheront pas à acquérir de nouveaux biens d'équipement, car leur valeur boursière est faible par rapport au coût du capital. Si les entreprises veulent se procurer du capital lorsque q est faible, elles peuvent acheter une autre entreprise à un prix avantageux et acquérir ainsi du capital existant. Dans ce cas, les dépenses d'investissement seront faibles.

L'existence d'un lien entre le coefficient q de Tobin et les dépenses d'investissement se situe au centre du débat. Néanmoins, comment la politique monétaire est-elle susceptible d'affecter les cours des actions ? Selon la conception monétariste, lorsque l'offre de monnaie augmente, les agents estiment qu'ils disposent de trop de liquidités par rapport au niveau souhaité et tentent, dès lors, de réduire leurs encaisses en accroissant leurs dépenses. Le marché boursier leur offre une possibilité de dépenser ce surplus, ce qui accroît la demande d'actions et fait ainsi monter les cours. Selon une conception plus keynésienne, qui aboutit à la même conclusion, la chute des taux d'intérêt découlant d'une politique monétaire expansionniste réduit l'attrait des obligations par rapport aux actions, ce qui suscite une hausse des cours de ces dernières. En combinant ces thèses avec le fait que la hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$) entraîne une augmentation du coefficient q ($q \uparrow$) et donc des dépenses d'investissement ($I \uparrow$), on déduit le mécanisme suivant de transmission de la politique monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (4)$$

2.2.2. Effets de richesse

Un autre canal de transmission par les cours des actions agit par le biais des effets de richesse sur la consommation. Ce canal a été mis en évidence par Franco Modigliani dans son modèle MPS, dont une version est actuellement utilisée par le Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale (cf. Modigliani 1971). Dans le modèle du cycle de vie de Modigliani, les dépenses de consommation sont déterminées par les ressources des consommateurs tout au long de leur vie, qui sont constituées du capital humain, du capital matériel et de la richesse financière — ou patrimoine. Les actions ordinaires

sont une composante majeure du patrimoine financier. Lorsque les cours des actions s'élèvent, la valeur de ce patrimoine financier s'accroît et, par conséquent, les ressources globales des consommateurs pendant l'ensemble de leur vie augmentent, et par conséquent la consommation. Comme nous avons déjà constaté qu'une politique monétaire expansionniste peut entraîner une hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$), nous en déduisons alors un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{richesse} \uparrow \Rightarrow \text{consommation} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (5)$$

2.3. Canaux des prix des logements et des terrains

Les deux canaux de la richesse et du coefficient q de Tobin, décrits ci-dessus, s'appuient sur une définition tout à fait générale du capital. La théorie de Tobin s'applique directement au marché de l'immobilier, où le logement représente le capital. Une hausse du prix des logements, qui accroît leur valeur par rapport au coût de renouvellement, aboutit à l'augmentation du coefficient q de Tobin dans le secteur de l'immobilier résidentiel, ce qui stimule la production. De même, les prix des logements et des terrains sont un élément extrêmement important de la richesse qui s'accroît sous l'effet d'une hausse de ces prix, d'où une augmentation de la consommation. L'expansion monétaire, qui élève les prix des terrains et des logements par l'intermédiaire des mécanismes décrits précédemment, aboutit donc à une hausse de la demande globale. Par conséquent, le mécanisme de transmission de la politique monétaire agit également par le biais des canaux des prix des terrains et des logements.

3. Canaux du crédit

L'insatisfaction face aux thèses traditionnelles exposant comment l'action des taux d'intérêt explique l'incidence de la politique monétaire sur les dépenses portant sur des actifs durables a abouti à une nouvelle conception du mécanisme de transmission, qui met l'accent sur l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux¹. Il existe deux canaux de base pour la transmission de la politique monétaire, découlant des problèmes d'information sur les marchés du crédit : le canal du crédit bancaire et le canal du bilan².

3.1. Canal du crédit bancaire

Le canal du crédit bancaire est fondé sur l'idée que les banques jouent un rôle spécifique au sein du système financier, car elles sont particulièrement bien placées pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Du fait de ce rôle spécifique des banques, certains emprunteurs n'auront pas accès aux marchés de crédit s'ils n'empruntent pas auprès d'elles. Tant qu'il n'existe pas de parfaite substituabilité pour les banques commerciales entre dépôts et autres sources de refinancement, le canal du crédit bancaire agit de la façon suivante. Une politique monétaire expansionniste, qui contribue à accroître les réserves et les dépôts bancaires, augmente la quantité de prêts bancaires disponibles. Compte tenu du rôle spécifique des banques en tant que prêteurs à certaines catégories d'emprunteurs, cette augmentation du volume de prêts conduira à une hausse des dépenses d'investissement (et éventuellement de consommation). De façon schématique, l'effet de politique monétaire est le suivant :

$$M \uparrow \Rightarrow \text{dépôts bancaires} \uparrow \Rightarrow \text{prêts bancaires} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (6)$$

¹ Les problèmes d'information recouvrent également les problèmes qu'engendre le coût élevé de vérification et d'exécution des contrats financiers. Celui-ci est étroitement lié à l'asymétrie de l'information, dans la mesure où elle est l'une des principales raisons pour lesquelles ce coût est si élevé.

² On peut trouver d'excellentes études récentes sur le canal du crédit dans les ouvrages de Bernanke et Gertler (1995), Cecchetti (1995) et Hubbard (1995).

Une conséquence importante de la thèse du crédit est que la politique monétaire aura une incidence plus forte sur les dépenses des petites entreprises, qui dépendent davantage des prêts bancaires, que sur les grandes entreprises qui ont directement accès aux marchés de capitaux, sans avoir à solliciter les banques.

Certains travaux ont soulevé des doutes quant au rôle du canal du crédit bancaire ¹. Il existe de bonnes raisons de penser qu'il n'est probablement plus aussi puissant qu'autrefois aux États-Unis. En premier lieu, la réglementation américaine actuelle n'impose plus aux banques de restrictions limitant leur capacité de collecter des fonds. Avant le milieu des années quatre-vingt, les certificats de dépôt (CD) étaient soumis à l'obligation de constitution de réserves et à la réglementation Q (plafonnement de la rémunération des dépôts), ce qui empêchait les banques de remplacer les dépôts qui s'échappaient du système bancaire en période de contraction de la masse monétaire. La suppression de ces restrictions permet aux banques de réagir plus facilement à une réduction de leurs réserves et à une perte de dépôts en émettant des certificats de dépôt aux taux du marché, qui n'imposent pas la constitution de réserves obligatoires. En second lieu, le déclin de l'activité traditionnelle de prêt à l'échelle mondiale (cf. Edwards et Mishkin 1995) signifie que les banques jouent un rôle moins important sur les marchés de crédit, d'où une moindre efficacité du canal du crédit bancaire.

3.2. Canaux des bilans

Le déclin de l'importance du canal du crédit bancaire n'implique pas pour autant qu'il en va de même pour l'autre canal de crédit, celui du bilan. Ce canal trouve, lui aussi, son origine dans l'existence de problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés de crédit. Plus la situation nette d'une entreprise est faible, plus les problèmes de sélection adverse ² et d'aléa de moralité sont aigus lorsqu'il s'agit de lui octroyer des prêts. En effet, une diminution de la situation nette signifie que les prêteurs disposent d'une moindre garantie en contrepartie de leurs prêts et les pertes dues à la sélection adverse sont donc plus importantes. La dégradation de la situation nette, qui aggrave le problème de sélection adverse, aboutit par conséquent à une réduction des prêts destinés à financer les dépenses d'investissement. En outre, elle accentue également le problème d'aléa de moralité, car cela signifie que la valeur des participations dans l'entreprise diminue pour les propriétaires, ce qui les incite à s'engager dans des projets d'investissement plus risqués. Comme la probabilité de non-remboursement des prêteurs se trouve par là même renforcée, la dégradation de la situation nette des entreprises aboutit à une diminution des prêts et donc des dépenses d'investissement.

La politique monétaire est susceptible d'affecter les bilans des entreprises de plusieurs manières. Une politique monétaire expansionniste ($M \uparrow$), qui entraîne une hausse des cours des actions ($P_e \uparrow$) selon l'enchaînement décrit précédemment, renforce la situation nette des entreprises et aboutit donc à une augmentation des dépenses d'investissement ($I \uparrow$) et de la demande globale ($Y \uparrow$), puisque les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité sont atténués. On en déduit donc le schéma suivant, pour un canal de transmission de la politique monétaire par le bilan :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (7)$$

Une politique monétaire expansionniste, qui suscite une baisse des taux d'intérêt, entraîne également une amélioration des bilans des entreprises car elle accroît leur revenu d'exploitation, réduisant par là même les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité. On en déduit le schéma suivant, pour un canal de bilan supplémentaire :

¹ Cf. Ramey (1993) et Meltzer (1995), par exemple

² NDT : C'est-à-dire la probabilité que les emprunteurs acceptant des taux d'intérêt plus élevés présentent de plus grands risques de crédit.

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{trésorerie} \uparrow \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (8)$$

Un autre mécanisme apparenté au précédent, qui se réfère également à la sélection adverse, et par lequel une politique monétaire expansionniste contribuant à réduire les taux d'intérêt est susceptible de stimuler la production globale, concerne le phénomène de rationnement du crédit. Comme l'ont démontré Stiglitz et Weiss (1981), le rationnement du crédit intervient dans des cas où les emprunteurs se voient refuser des prêts, même s'ils sont disposés à payer un taux d'intérêt plus élevé. Cela tient au fait que les ménages et les entreprises dont les projets d'investissement comportent le plus de risques sont ceux-là mêmes qui acceptent de payer les taux les plus élevés car, si leur investissement s'avère rentable, ils en seront les principaux bénéficiaires. Par conséquent, une hausse des taux d'intérêt aggrave le problème de sélection adverse et une baisse exerce l'effet contraire. Lorsqu'une politique monétaire expansionniste favorise une baisse des taux d'intérêt, les emprunteurs moins enclins à prendre des risques représentent une proportion plus importante des demandeurs de prêts et les bailleurs de fonds sont donc plus disposés à octroyer des prêts, ce qui entraîne une hausse de l'investissement et de la production, selon l'enchaînement décrit par une partie du schéma ci-dessus.

Un troisième canal de bilan agit par le biais des effets de la politique monétaire sur le niveau général des prix. Étant donné que les versements au titre d'une dette sont fixés par contrat en termes nominaux, une hausse non anticipée du niveau des prix réduit la valeur du passif d'une entreprise en termes réels (elle allège le poids de la dette), mais pas celle de l'actif, en principe. L'expansion monétaire, qui aboutit à une hausse non anticipée du niveau des prix ($P \uparrow$), accroît par conséquent la situation nette réelle, ce qui atténue les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité et suscite une hausse des dépenses d'investissement et de la production globale, comme le montre le schéma ci-dessous :

$$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \text{ non anticipée} \Rightarrow \text{sélection adverse} \downarrow \text{ et aléa de moralité} \downarrow \Rightarrow \text{prêts} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (9)$$

La thèse selon laquelle les variations non anticipées du niveau des prix ont une forte incidence sur la demande globale n'est guère une nouveauté en économie : c'est la principale caractéristique de la thèse d'Irving Fisher (1933) de la déflation par la dette lors de la grande dépression.

3.3. Effets sur le patrimoine des ménages

Bien que la plupart des ouvrages relatifs au canal du crédit traitent principalement des dépenses des entreprises, ce canal devrait tout aussi bien s'appliquer aux dépenses des consommateurs, notamment celles portant sur des biens de consommation durables et le logement. Une réduction des prêts bancaires induite par une politique de rigueur monétaire devrait entraîner une baisse des achats de biens de consommation durables et de logements par les ménages, qui n'ont pas accès à d'autres sources de crédit. De même, un relèvement des taux d'intérêt entraîne une dégradation de la situation patrimoniale des ménages, car la valeur des actifs à revenu fixe est affectée négativement.

Une autre façon d'envisager l'action du canal du bilan par le biais des consommateurs consiste à évaluer les effets de liquidité sur les dépenses portant sur les biens de consommation durables et le logement — considérés comme d'importants facteurs lors de la grande dépression (Mishkin 1978). Selon la thèse des effets de liquidité, l'incidence sur le patrimoine agit plutôt par le biais de la propension des consommateurs à dépenser que par celle des prêteurs à octroyer des crédits. Compte tenu de l'existence d'asymétries d'information sur leur qualité, les biens de consommation durables et les logements sont des actifs très peu liquides. Si, à la suite d'un choc affectant négativement leurs revenus, les consommateurs étaient amenés à vendre leurs biens durables ou leur logement afin d'obtenir des liquidités, ils devraient s'attendre à subir une perte importante, ne pouvant pas récupérer la valeur totale de ces actifs lors d'une vente d'urgence. (Il s'agit simplement d'une manifestation du

« problème des vieux tacots ¹ » décrit par Akerloff (1970), qui a encouragé les études sur le canal du crédit). En revanche, si les consommateurs détenaient des actifs financiers (dépôts bancaires, actions ou obligations, par exemple), ils pourraient les réaliser rapidement sans difficulté, pour la totalité de leur valeur de marché, et obtenir les liquidités nécessaires. Par conséquent, si les consommateurs anticipent une probabilité plus forte de connaître des difficultés financières, ils ont tout intérêt à détenir moins de biens de consommation durables ou immobiliers peu liquides, et davantage d'actifs financiers, plus liquides.

Le patrimoine d'un consommateur devrait avoir une forte influence sur son estimation de la probabilité qu'il a de subir des difficultés financières. Plus précisément, lorsque les consommateurs détiennent un montant élevé d'actifs financiers par rapport à leur endettement, leur évaluation de la probabilité de connaître des difficultés financières est faible et ils seront davantage disposés à acquérir des biens de consommation durables ou des logements. Une hausse des cours des actions se traduit par un accroissement de la valeur des actifs financiers ; les dépenses de biens de consommation durables augmenteront également, car les consommateurs ont une position financière plus sûre et estiment que la probabilité de subir des difficultés financières est moindre. On aboutit ainsi à un autre mécanisme de transmission de la politique monétaire, qui agit par le biais de la relation entre liquidité et cours des actions :

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{actifs financiers} \uparrow \Rightarrow \text{probabilité de difficultés financières} \downarrow \\ \Rightarrow \text{dépenses de biens de consommation durables et de logement} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (10)$$

Le caractère non liquide des biens de consommation durables et des actifs immobiliers constitue une autre raison pour laquelle une contraction de la masse monétaire, qui contribue à élever les taux d'intérêt et par conséquent à réduire la valeur du patrimoine des consommateurs, aboutit à une chute des dépenses de biens de consommation durables et de logement. Une diminution du patrimoine des consommateurs élève la probabilité de connaître des difficultés financières, ce qui réduit leur propension à détenir des biens durables ou un logement, d'où une diminution des dépenses afférentes et, donc, de la production globale. L'unique différence entre cette thèse et celle décrite dans le schéma (8) tient au fait que ce n'est pas la réticence des prêteurs à octroyer des crédits aux consommateurs qui entraîne une baisse des dépenses, mais celle des consommateurs à dépenser.

3.4. Crises financières

Une forme extrême des canaux de crédit décrits précédemment fournit une ligne directrice pour expliquer les effets de la politique monétaire sur l'économie par l'intermédiaire d'une crise financière. Une crise financière se définit comme une perturbation affectant les marchés financiers, qui aggrave sensiblement les problèmes d'asymétrie d'information du type de ceux évoqués précédemment, de sorte que ces marchés ne sont plus capables d'orienter efficacement les fonds vers les agents dont les projets d'investissement sont les plus rentables. Il s'ensuit une forte contraction de l'activité économique. La théorie des crises financières liée à l'asymétrie d'information, exposée par Bernanke (1983) et Mishkin (1991, 1994), donne à penser qu'une politique de rigueur monétaire est susceptible de jouer un rôle important dans le déclenchement de crises financières. Mishkin (1994) retient cinq facteurs susceptibles de favoriser leur apparition :

- hausse des taux d'intérêt,
- baisse de la Bourse,
- déclin non anticipé du niveau des prix,

¹ NDT : La « sélection adverse » se définit comme suit : sur certains marchés, l'incapacité de l'une des parties à évaluer la qualité de l'autre partie à la transaction fait que ceux qui présentent une qualité médiocre vont vraisemblablement prédominer. Le meilleur exemple à cet égard est fourni par le marché des voitures d'occasion où tous les véhicules de même type sont vendus au même prix car l'acheteur ne peut savoir à l'avance si telle ou telle voiture est un vieux tacot. Le prix baisse pour rendre compte de ce risque.

- montée de l'incertitude et,
- paniques bancaires.

Les développements précédents montrent de quelle manière une politique de rigueur monétaire peut engendrer des problèmes d'asymétrie d'information susceptibles d'entraîner une contraction de l'activité économique résultant des trois premiers facteurs. Une contraction de la masse monétaire, qui induit une hausse des taux d'intérêt, accentue le phénomène de sélection adverse car les agents économiques disposés à prendre des risques plus importants, et donc à payer un taux d'intérêt plus élevé, sont aussi les plus désireux d'obtenir des prêts. En outre, la hausse des taux d'intérêt, qui réduit la capacité de financement des entreprises, affecte leur situation financière, ce qui aggrave les problèmes d'aléa de moralité et de sélection adverse et n'incite guère les marchés à leur prêter des fonds. Une contraction de la masse monétaire entraîne également un recul des cours des actions, qui dégrade la situation nette des entreprises et renforce, là encore, les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité sur les marchés de crédit. Par ailleurs, elle peut également entraîner un recul non anticipé du niveau des prix qui, étant donné que la dette est libellée en termes nominaux, aboutit, comme l'a démontré Fisher (1933), à un scénario de déflation par la dette dans lequel la dégradation de la situation nette des entreprises accentue les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité. Par conséquent, notre précédente analyse des canaux de crédit montre comment la politique monétaire est susceptible de provoquer une crise financière, qui est un cas extrême d'aggravation des problèmes d'asymétrie d'information, et donc une forte contraction de l'activité économique.

Les deux derniers facteurs favorisant l'apparition de crises financières peuvent également être engendrés par une politique de rigueur monétaire. Une récession, susceptible de résulter d'une telle politique, se traduit généralement par une incertitude accrue quant au remboursement des dettes, ce qui ne facilite guère la distinction entre bons et mauvais risques de crédit. Par conséquent, la montée de l'incertitude accentue l'asymétrie d'information sur les marchés de capitaux et aggrave le problème de sélection adverse, freinant ainsi l'octroi de prêts et provoquant par là-même une baisse de l'activité économique. Une contraction de la masse monétaire est également susceptible de favoriser les paniques bancaires car, comme nous l'avons vu, elle peut aboutir à une dégradation des bilans des entreprises, qui se traduit pour les banques par des créances douteuses. Étant donné que les déposants sont probablement incapables de distinguer entre les établissements bancaires qui ont octroyé des prêts à problèmes et les autres, ils se précipitent indistinctement pour retirer leurs fonds. La contraction des dépôts qui en résulte et le souhait des banques d'accroître leurs réserves pour se prémunir contre les retraits de fonds aboutit alors à une contraction cumulative des prêts et des dépôts, comme le montrent fort bien Friedman et Schwartz (1963), qui favorise d'autres faillites bancaires et provoque une panique générale au sein du système bancaire. Comme nous l'avons vu précédemment, les banques ont un rôle spécifique au sein du système financier car elles sont très bien placées pour résoudre les problèmes d'asymétrie d'information sur les marchés du crédit. La diminution du nombre de banques et la contraction de leurs ressources pour octroyer des prêts réduit la capacité du système financier à résoudre les problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité sur les marchés de crédit, provoquant ainsi une baisse de l'investissement et un déclin de l'activité économique.

Comme le démontre Mishkin (1991), la plupart des crises financières aux États-Unis ont débuté par une forte hausse des taux d'intérêt, un effondrement du marché boursier et une montée de l'incertitude après le début d'une récession, tous ces facteurs étant induits par une politique de rigueur monétaire. La dégradation de la situation des entreprises et l'incertitude quant à la santé des banques ont provoqué une vague de retrait des dépôts, ce qui a déclenché un mouvement de panique. Dans les périodes de crises les plus graves, un recul non anticipé du niveau des prix s'est alors amorcé, du fait de la contraction de la masse monétaire, ce qui a entraîné une déflation par la dette et une poursuite de la dégradation de la situation nette des entreprises. Nous voyons donc comment une contraction de la masse monétaire est

susceptible de créer un enchaînement d'événements aboutissant à une aggravation sensible des problèmes de sélection adverse et d'aléa de moralité et, enfin, à une crise financière. Celle-ci fournit alors une autre explication de la manière dont la politique monétaire est susceptible d'affecter l'économie.

4. Évaluation générale

Dans les parties précédentes, j'ai présenté les différents canaux de transmission de la politique monétaire. Comment peut-on évaluer leur importance relative ?

Si certains chercheurs, tels que Taylor (1995), considèrent comme extrêmement importants les canaux traditionnels de taux d'intérêt, agissant par le biais du coût du capital, de nombreux autres spécialistes n'ont pas la même opinion. Selon une étude récente sur les dépenses d'investissement en capital fixe des entreprises (Chirinko, 1993), la réaction de l'investissement aux variables de prix, par rapport aux variables réelles, a tendance à être faible et peu significative. On a effectivement conçu des modèles macro-économiques comportant d'importants effets de taux d'intérêt, mais les utilisateurs constatent souvent qu'une légère modification dans l'écriture des équations réduit considérablement ces effets.

Toutefois, quand bien même l'importance des canaux traditionnels de taux d'intérêt serait relativement limitée, nous avons vu que les canaux de crédit constituent un mécanisme de transmission supplémentaire, dans lequel les variations de taux d'intérêt peuvent avoir une incidence non négligeable sur la demande globale. De fait, les défenseurs des canaux de crédit considèrent qu'ils amplifient et propagent les effets traditionnels de taux d'intérêt¹. Étant donné que les activités de prêt ne sont pas des forces motrices indépendantes au sein de l'économie, mais plutôt des réactions à la politique monétaire, l'existence des canaux de crédit n'implique pas une relation chronologique précise entre agrégats de crédit et variables réelles. Par conséquent, il est peu probable que les tests de séries chronologiques sur la capacité de prévision relative des agrégats de crédit, comme ceux de Ramey (1993) et Meltzer (1995), fournissent des éclaircissements sur la validité des canaux de crédit.

Il existe trois raisons de penser que les canaux de crédit constituent un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire. En premier lieu, un grand nombre d'indices obtenus sur données individuelles tendent à prouver que les imperfections des marchés de crédit, du type de celles qui sont essentielles à l'action des canaux de crédit, affectent effectivement les décisions d'embauche et de dépenses des entreprises². En deuxième lieu, il semble, comme l'ont montré Gertler et Gilchrist (1994), que les petites entreprises, davantage susceptibles de subir des restrictions de crédit, soient plus affectées par un resserrement de la politique monétaire que les grandes entreprises, qui sont moins exposées à ce risque. La troisième raison, et probablement la plus solide, est que la thèse d'asymétrie d'information expliquant les imperfections des marchés du crédit, qui se situe au cœur de l'analyse du canal du crédit, est une construction théorique qui s'est avérée extrêmement utile pour expliquer nombre d'autres phénomènes importants. Elle explique notamment l'origine de l'existence de nombreuses institutions financières et la structure de notre système financier³. En outre, l'analyse du canal du crédit présentée ci-dessus fournit une explication cohérente de l'enchaînement des événements lors d'une crise financière type et des raisons pour lesquelles les crises financières sont si néfastes pour l'économie⁴. Le meilleur moyen de valider une théorie consiste à établir son utilité dans un large éventail d'applications. La théorie selon laquelle les canaux de crédit sont des éléments importants du mécanisme de transmission de la politique monétaire répond parfaitement à ce critère.

¹ Cf. Bernanke et Gertler (1995), par exemple

² Cf. l'étude de Hubbard (1995), par exemple

³ Cf. Gertler (1988) ou Mishkin (1995), chapitre 9, par exemple

⁴ Cf. Bernanke (1983) et Mishkin (1991)

Une caractéristique importante des canaux de crédit est l'accent qu'ils mettent sur la manière dont la politique monétaire affecte l'économie par le biais de prix d'actifs autres que les taux d'intérêt. En outre, l'analyse des canaux supplémentaires tels que le taux de change, le coefficient q de Tobin, la richesse et les prix des logements et des terrains explique également pourquoi les prix d'autres actifs jouent un rôle si important dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

5. Leçons pour la politique monétaire

Quelles conséquences utiles peut-on tirer de cette évaluation des canaux de transmission pour la mise en œuvre de la politique monétaire par les banques centrales ? Je tirerai quatre leçons de la compréhension de ce mécanisme.

5.1. Il est très dangereux d'associer systématiquement un assouplissement ou un resserrement de la politique monétaire avec une baisse ou une hausse des taux d'intérêt nominaux à court terme

Étant donné que la plupart des banques centrales ont recours aux taux d'intérêt nominaux à court terme, généralement le taux interbancaire, comme principal instrument de politique monétaire, il existe un risque que ces taux soient l'objet d'une attention excessive, de la part des autorités monétaires comme du public, en tant qu'indicateurs de l'orientation de la politique monétaire. De fait, nombre de déclarations associent systématiquement un resserrement monétaire avec une hausse du taux interbancaire et un assouplissement avec une baisse de ce taux. Cette conception pose de sérieux problèmes car les variations des taux d'intérêt nominaux ne correspondent pas toujours à celles des taux d'intérêt réels et pourtant, ainsi que nous l'avons vu, c'est généralement le taux d'intérêt réel, et non nominal, qui constitue un élément du canal de transmission de la politique monétaire. Comme le souligne notamment Mishkin (1981), les taux d'intérêt nominaux à court terme étaient élevés aux États-Unis à la fin des années soixante-dix, mais les taux d'intérêt réels étaient extrêmement faibles, voire négatifs. De même, durant la phase de contraction de la grande dépression aux États-Unis, les taux d'intérêt à court terme sont pratiquement tombés au niveau zéro et, cependant, les taux d'intérêt réels étaient extrêmement élevés. Par conséquent, des taux d'intérêt à court terme proches de zéro ne signifient pas que la politique monétaire est souple, dans le cas d'une économie déflationniste, comme cela s'est vérifié durant la phase de contraction de la grande dépression. De fait, comme le montrent Friedman et Schwartz (1963), la période où les taux d'intérêt à court terme ont été proches de zéro, durant la phase de contraction de la grande dépression, a coïncidé avec une politique monétaire très rigoureuse, et non laxiste.

5.2. Les prix d'autres actifs, outre ceux des instruments de dette à court terme, fournissent d'importantes indications sur l'orientation de la politique monétaire car ce sont des canaux de transmission essentiels

Comme nous l'avons vu précédemment, la recherche économique sur les phénomènes monétaires a fini par établir que les prix d'autres actifs, outre les taux d'intérêt, ont des effets majeurs sur la demande globale. Monétaristes, keynésiens et néo-keynésiens soutiennent tous l'idée que les prix d'autres actifs, tels que les cours des actions, les taux de change, les prix des logements et terrains, sont un élément important du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Si les économistes sont divisés sur le point de savoir quels canaux de transmission sont les plus importants — ce qui n'est guère surprenant étant donné que les économistes, notamment universitaires, ont toujours du goût pour le désaccord —, tous s'accordent néanmoins sur le fait que les prix d'autres actifs jouent un rôle important dans la façon dont la politique monétaire affecte l'économie.

La thèse selon laquelle les prix d'autres actifs, outre les taux d'intérêt, jouent effectivement un rôle comporte des conséquences importantes pour la politique monétaire. Lorsqu'on tente d'évaluer l'orientation de cette dernière, il est capital de tenir compte des prix d'autres actifs. Par exemple, si les taux d'intérêt à court terme sont bas, voire même nuls, alors que les cours des actions et les prix des terrains sont faibles et la monnaie nationale appréciée, alors la politique est clairement restrictive et *en aucun cas* souple.

5.3. La politique monétaire peut être extrêmement efficace pour relancer une économie déprimée, même si les taux d'intérêt à court terme sont déjà proches de zéro

On estime généralement que lorsqu'une banque centrale a ramené les taux d'intérêt nominaux à court terme à un niveau proche de zéro, la politique monétaire ne peut rien faire de plus pour stimuler l'économie. Les canaux de transmission décrits précédemment, ainsi que l'étude empirique de l'expérience américaine durant la grande dépression, période où le taux des bons du Trésor à court terme a pratiquement atteint un seuil de zéro, indiquent que cette thèse est manifestement erronée¹. Les banques centrales peuvent mener une politique monétaire expansionniste destinée à accroître le niveau de liquidité au sein de l'économie, grâce à des opérations d'*open market* ne portant pas nécessairement sur les seuls titres publics à court terme. Cet accroissement de la liquidité favorise la relance de l'économie en suscitant une hausse des anticipations du niveau général des prix et une augmentation des prix d'autres actifs, ce qui stimule alors la demande globale par le biais des canaux décrits précédemment. Par conséquent, la politique monétaire peut être un puissant facteur de relance des économies soumises à une déflation et où les taux d'intérêt à court terme sont proches de zéro. De fait, compte tenu des délais inhérents à la politique budgétaire et des contraintes politiques qui pèsent sur son utilisation, la mise en œuvre d'une politique monétaire expansionniste est l'arme essentielle pour permettre la relance d'une économie déflationniste.

5.4. Un objectif important de la politique monétaire devrait consister à éviter les fluctuations non anticipées du niveau des prix, ce qui permettrait de justifier la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire

Au cours des années récentes, les banques centrales ont entrepris de mettre davantage l'accent sur la stabilité des prix comme principal objectif à long terme de la politique monétaire. Plusieurs justifications ont été présentées, notamment les effets indésirables de l'incertitude concernant le niveau futur des prix sur les décisions des entreprises, et donc sur la productivité, les perturbations liées à l'incidence de l'inflation sur les contrats libellés en termes nominaux et le système fiscal et, enfin, la montée des conflits sociaux engendrés par la hausse des prix. Non seulement les enquêtes montrent que l'opinion publique est très hostile à l'inflation, mais il existe de plus en plus d'éléments tendant à prouver que cette dernière entraîne un ralentissement de la croissance économique. Le présent débat concernant le mécanisme de transmission de la politique monétaire fournit une raison supplémentaire de l'importance de la stabilité des prix. Comme nous l'avons vu plus haut, les mouvements non anticipés du niveau des prix sont susceptibles de produire des fluctuations non anticipées de la production, ce qui n'est guère souhaitable. À cet effet, il est particulièrement important de garder à l'esprit que la déflation des prix peut être un facteur essentiel dans l'apparition d'une crise financière durable, comme cela s'est produit lors de la grande dépression. La compréhension du mécanisme de transmission de la politique monétaire établit donc clairement que l'objectif de stabilité des prix est souhaitable, car il réduit les incertitudes à

¹ Cf. Friedman et Schwartz (1963), par exemple

propos du futur niveau de prix. Par conséquent, l'objectif de stabilité des prix implique qu'un taux d'inflation négatif est au moins aussi peu souhaitable qu'un taux trop élevé. De fait, compte tenu de la menace de crise financière, les banques centrales doivent faire tout leur possible pour prévenir une déflation des prix.

L'étude du mécanisme de transmission de la politique monétaire présentée dans cet article est d'une grande utilité pour aider les responsables de la politique monétaire à évaluer l'incidence de leurs actions sur l'économie. Ces informations sont non seulement intéressantes en elles-mêmes mais, comme nous l'avons vu, elles fournissent aux autorités monétaires d'importants éléments d'appréciation pour orienter leur politique et éviter au mieux les erreurs passées.

BIBLIOGRAPHIE

Akerlof, George, 'The Market for « Lemons »: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism,' *Quarterly Journal of Economics*, August 1970, n° 84-3, p. 488-500.

Bernanke, Ben S., 'Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,' *American Economic Review*, June 1983, p. 257-276.

Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, 'Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,' *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, n° 9, p. 27-48.

Bryant, Ralph, Peter Hooper, and Catherine Mann, *Evaluating Policy Regimes: New Empirical Research in Empirical Macroeconomics*, Washington, D.C.: Brookings Institution, 1993.

Cecchetti, Stephan G., 'Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism,' Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, May-June 1995, p. 77, p. 83-97.

Chirinko, Robert S., 'Business Fixed Investment Spending: A Critical Survey,' *Journal of Economic Literature*, December 1993, n° 31, p. 1875-1911.

Edwards, Franklin and Frederic S. Mishkin, 'The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy,' Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, 1, #2, July 1995, p. 27-45.

Fisher, Irving, 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions,' *Econometrica*, October 1933, n° 1, p. 337-357.

Friedman, Milton and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, 1963, Princeton: Princeton University Press.

Gertler, Mark 'Financial Structure and Economic Activity: An Overview,' *Journal of Money Credit and Banking*, August 1988, Part 2, p. 559-588.

Gertler, Mark and Simon Gilchrist, 'Monetary Policy, Business Cycles, and the Behavior of Small Manufacturing Firms,' *Quarterly Journal of Economics*, May 1994, p. 309-340.

Hubbard, R. Glenn, 'Is There a "Credit Channel" for Monetary Policy?', Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, May-June 1995, n° 77, p. 63-74.

Mishkin, Frederic S., 'The Household Balance Sheet and the Great Depression,' *Journal of Economic History*, December 1978, n° 38-4, p. 918-937.

Mishkin, Frederic S., 'The Real Rate of Interest: An Empirical Investigation,' *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, The Cost and Consequences of Inflation*, Autumn 1981, n° 15, p. 151-200.

Mishkin, Frederic S., 'Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective,' in R. Glenn Hubbard, ed., *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press: Chicago, 1991, p. 69-108.

Mishkin, Frederic S., 'Preventing Financial Crises: An International Perspective,' *Manchester School*, 1994, n° 62, p. 1-40.

Mishkin, Frederic S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fourth Edition, New York: Harper Collins, 1995.

Meltzer, Allan H., 'Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective,' *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, n° 9, p. 49-72.

Franco Modigliani, 'Monetary Policy and Consumption,' in *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkages*, Boston: Federal Reserve Bank of Boston, 1971, p. 9-84.

Ramey, Valerie, 'How Important is the Credit Channel for the Transmission of Monetary Policy?' *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, December 1993, n° 39, p. 1-45.

Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss, 'Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,' *American Economic Review*, June 1981, p. 393-410.

Taylor, John B., *Macroeconomic Policy in a World Economy: From Econometric Design to Practical Operation*, New York: W. W. Norton, 1993.

Taylor, John B., 'The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework,' *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1995, n° 9, p. 11-26.

Tobin, James, 'A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,' *Journal of Money, Credit, and Banking*, February 1969, n° 1, p. 15-29.