

Hélicoptère monétaire et relance budgétaire financée par endettement : du pareil au même ?

M. Kasongo Kashama^(*)

Introduction

Évoquée pour la première fois il y a près de 50 ans, l'idée d'un « hélicoptère monétaire » (*helicopter money*) a récemment bénéficié d'un regain d'intérêt. D'aucuns jugent en effet que, dans certaines économies qui peinent à rebondir, un tel instrument mériterait d'être considéré comme faisant partie intégrante de la boîte à outils des décideurs politiques. Dans ce contexte, le présent article s'emploie à fournir quelques éclaircissements sur l'efficacité de l'hélicoptère monétaire à stimuler l'activité et à ramener l'inflation vers son objectif, en particulier en la comparant aux effets attendus d'une relance budgétaire conventionnelle, c'est-à-dire financée par endettement.

Il importe de noter que l'analyse économique effectuée ici est purement conceptuelle. Autrement dit, elle ne vise en aucune façon à dériver des implications particulières en matière de conduite de la politique budgétaire ou monétaire dans les pays de la zone euro. Cette absence d'incidence spécifique vaut naturellement donc aussi en ce qui concerne les activités de la Banque au sein du Système européen de banques centrales (SEBC). Cette analyse n'est en outre pas juridique. En particulier, le présent article n'entend pas se prononcer sur la faisabilité juridique de l'hélicoptère monétaire au regard des règles gouvernant le SEBC, et plus spécifiquement sous l'angle de l'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), qui interdit le financement monétaire

des administrations publiques européennes par la Banque centrale européenne (BCE) et par les banques centrales des États membres.

L'article s'ouvre sur un aperçu des mécanismes que les partisans de l'hélicoptère monétaire proposent traditionnellement pour expliquer l'efficacité de celui-ci. Il procède ensuite à une analyse intégrée des bilans stylisés d'une banque centrale et d'un État afin d'examiner plus en détail ces affirmations et de faciliter la comparaison entre l'hélicoptère monétaire et la relance budgétaire par endettement.

Il ressort de cet examen que l'hélicoptère monétaire s'apparente vraisemblablement à un financement des dépenses publiques par l'émission de dette publique à court terme. Même si l'hélicoptère monétaire ne gonfle pas la dette publique brute, la diminution des fonds propres de la banque centrale réduit la position créditrice nette des administrations publiques ou, de façon équivalente, alourdit leur position débitrice nette, puisque la banque centrale émet un instrument de dette appelé base monétaire, ou encore « monnaie de banque centrale ». De plus, dans les systèmes monétaires modernes, cette base monétaire est porteuse d'un taux d'intérêt, si bien que, après la mise en place du système, les dynamiques des finances du secteur public consolidé sont également extrêmement comparables dans les scénarios de l'hélicoptère monétaire et du financement par endettement de l'expansion budgétaire. Les deux politiques induiront un accroissement des dépenses publiques au titre des charges d'intérêts, par la voie de paiements d'intérêts, soit par la banque centrale sur ses réserves, soit par l'État sur l'encours de sa dette.

^(*) L'auteur remercie Jef Boeckx et Luc Aucremanne pour leurs précieux commentaires et leurs suggestions.

L'article avance ensuite une série d'éléments expliquant dans quelle mesure l'hélicoptère monétaire pourrait néanmoins s'avérer plus efficace que des relances budgétaires financées par endettement. La dernière partie évoque par ailleurs une éventuelle complication susceptible d'enrayer cette politique alternative : le risque, même lointain, de voir émerger une spirale inflationniste en cas de manque de coordination entre les politiques monétaire et budgétaire. La principale conclusion à tirer semble être – comme l'a précédemment observé Reis (2013) dans son article consacré à la mystique entourant le bilan de la banque centrale – que le fait de laisser l'inflation grimper est le principal, pour ne pas dire le seul, pouvoir dont disposent les banques centrales pour générer des ressources.

1. Définition

La notion d'«hélicoptère monétaire» renvoie à des politiques au titre desquelles un accroissement permanent/irréversible de la base monétaire, c'est-à-dire la somme des pièces et billets en circulation et des réserves détenues par les banques commerciales auprès de la banque centrale (également appelées réserves de banque centrale), sert à financer des mesures de relance de la demande agrégée. C'est Milton Friedman (1969) qui a le premier lancé ce concept, établissant un parallèle entre l'image d'un « largage par hélicoptère » (*helicopter drop*) et l'idée d'une banque centrale qui fait tourner la planche à billets et distribue ces nouveaux billets aux ménages à titre de transfert exceptionnel dans le but de stimuler les dépenses. Compte tenu des attributs budgétaires d'une telle politique, l'intervention de l'État a été ajoutée au tableau, ce qui a élargi la définition de l'hélicoptère monétaire à une « relance budgétaire financée par la monnaie » (Bernanke, 2016 ; Buiter, 2014 ; Gali, 2014) ou à un « financement monétaire manifeste » (Turner, 2015). Vu sous cet angle, l'hélicoptère monétaire nécessite une coordination explicite entre l'État et la banque centrale, en ce qu'il consiste en une politique budgétaire expansive (mise en œuvre par l'État) financée par un élargissement permanent de la base monétaire (mis en œuvre par la banque centrale) plutôt que par l'émission de nouveaux titres de la dette publique.

(1) Cf. par exemple les rapports annuels de la BNB depuis 2007 pour le détail des différentes mesures de politique monétaire prises par l'Eurosystème ces dernières années. Cf. également Cordemans et Ide (2014) pour une revue succincte de l'orientation des politiques monétaires dans les économies avancées depuis la crise. Cordemans *et al.* (2016) offrent par ailleurs un éclairage plus spécifique sur le programme d'achats d'actifs lancé en 2015 par l'Eurosystème.

(2) Cf. Boeckx et Deroose (2016) pour une discussion extensive de la place accordée à la politique budgétaire, aux côtés de la politique monétaire, dans le débat économique actuel.

(3) Cf. notamment Christiano *et al.* (2009), Woodford (2012), DeLong et Summers (2012) ou Melyn *et al.* (2016).

2. Pertinence générale dans le contexte actuel

Sur fond de problèmes persistants de sous-utilisation des capacités de production, bon nombre de grandes économies avancées restent confrontées à des niveaux d'inflation relativement faibles. Aussi, pour créer les conditions propices à une reprise solide et pour éviter un scénario déflationniste, les banques centrales à travers le monde ont massivement assoupli l'orientation de leur politique monétaire ces dernières années. Elles ont entre autres accompagné la diminution des taux d'intérêt nominaux vers leur niveau plancher (notamment, pour certaines, en recourant aux taux d'intérêt négatifs), procédé à des achats massifs d'actifs (aussi appelés programmes d'assouplissement quantitatif) et adopté des orientations prospectives (*forward guidance*) assurant le maintien de conditions monétaires assouplies durant une période prolongée⁽¹⁾. Face au déploiement de cette panoplie d'instruments monétaires, des craintes de voir des effets secondaires négatifs s'installer – en particulier en matière de stabilité financière – ont par ailleurs émergé.

Dans un tel contexte, ce n'est pas un hasard si l'idée d'un recours à des mesures à caractère budgétaire – parmi lesquelles l'hélicoptère monétaire – vient se placer sous les feux des projecteurs. Ces mesures sont considérées comme des instruments supplémentaires qui, opérant conjointement avec l'assouplissement monétaire, peuvent contribuer au processus de relance de la demande agrégée. Une telle contribution s'entend naturellement sous la condition stricte de finances publiques saines, qui déterminent en partie l'efficacité des impulsions tant monétaires que budgétaires⁽²⁾.

Les politiques budgétaires peuvent tout particulièrement sembler indiquées étant donné que, dans l'environnement économique actuel, elles sont associées à un multiplicateur particulièrement élevé (décuplant leur efficacité)⁽³⁾. La logique sous-tendant principalement ce raisonnement est la suivante : dans la mesure où il est attendu que les banques centrales maintiennent leurs taux directeurs à des niveaux bas – proches de leur plancher – sur un horizon temporel prévisible, la relance budgétaire ne suscitera pas de hausse compensatoire des taux d'intérêt nominaux. En d'autres termes, il n'y aura pas d'effet d'éviction « à tout le moins jusqu'à ce que l'économie rompe avec les taux planchers ou que le chômage conjoncturel diminue sensiblement » (traduction libre de DeLong et Summers, 2012). Selon un autre point de vue, si on part du principe que certaines limites de la politique monétaire pourraient être mises en relation avec un problème de trappe à liquidité dans le contexte d'apathie de la croissance et de faiblesse

des taux d'intérêt⁽¹⁾, des éléments (théoriques) donnent à penser que les politiques budgétaires – qui agissent au travers d'un « flux de revenus », autrement dit qui ciblent plus directement les dépenses que la politique monétaire (conventionnelle), qui repose sur le « flux de taux d'intérêt » – contribueront à stimuler les dépenses de manière appropriée.

3. Comparaison entre l'hélicoptère monétaire et la relance budgétaire financée par endettement

Dans le contexte actuel, d'aucuns défendent l'idée que des politiques à caractère budgétaire – conjointement avec d'autres politiques économiques telles que la politique monétaire et les politiques structurelles – soient mises à contribution pour stimuler la reprise globale. Aussi, l'hélicoptère monétaire est devenu l'objet de vifs débats, plus particulièrement du fait qu'il est souvent considéré comme la meilleure des politiques de nature budgétaire en termes d'efficacité. Ce point de vue est examiné ci-après.

Selon ses partisans, l'hélicoptère monétaire aurait un effet amplifié sur l'économie comparativement à une relance budgétaire conventionnelle financée par endettement car, contrairement à cette dernière, il n'accroît pas la charge fiscale future ...

À condition d'être bien conçues (c'est-à-dire, par exemple, en ciblant les individus affichant une propension marginale à consommer leur richesse élevée), ces deux types de relance budgétaire stimulent directement les dépenses et, par conséquent, la demande nominale agrégée. Comme on l'a déjà mentionné, l'impulsion ainsi donnée devrait être plus forte dans un contexte de taux d'intérêt très bas qu'en des circonstances normales, compte tenu de l'absence d'effets d'éviction. En règle générale, la manière dont et la rapidité avec laquelle l'expansion nominale se partagera en fin de compte entre augmentation des prix et croissance de la production réelle dépendront des caractéristiques plus structurelles de l'économie. Cela dit, comme nous nous fondons ici sur l'hypothèse d'une capacité excédentaire, il est

hautement probable que les fournisseurs répondront – en partie du moins – à l'accroissement de la demande en affectant des ressources inutilisées à la production de nouveaux biens et services ou en écoulant leurs stocks. À cet égard, DeLong et Summers (2012) montrent que si la conjoncture est suffisamment déprimée, une grande partie de la relance budgétaire peut se traduire par un effet de production réelle (plutôt que par un pur effet de prix), et ce aussi bien à court qu'à long termes dès lors qu'un phénomène d'hystérèse est évité (ici, l'effet d'hystérèse se manifeste si la faiblesse persistante de la croissance finit par réduire le niveau de la capacité de production à long terme).

Étant donné qu'une relance budgétaire financée par endettement implique en principe un accroissement de la dette publique brute détenue par le secteur privé, et donc également une augmentation de la charge du service de cette dette pour l'État à l'avenir, les agents privés risquent de l'associer à des charges fiscales futures et vont donc réduire leurs dépenses. Un tel comportement, qualifié de « ricardien », est susceptible de neutraliser en tout ou en partie l'effet expansionniste initial de la politique de relance⁽²⁾. En règle générale, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure des effets ricardiens pourraient se produire. Dans le cas le plus extrême, on pourrait avancer que l'effet multiplicateur initial des relances budgétaires dans un contexte de faible croissance et de taux d'intérêt bas est tel qu'il entraînera à terme une diminution du ratio de la dette publique brute par rapport au PIB, réduisant par là la probabilité de survenance d'effets ricardiens (DeLong et Summers, 2012). À l'inverse, les craintes concernant la viabilité des dettes publiques dans de nombreux pays étant largement évoquées dans les débats politiques et dans les commentaires économiques, les effets ricardiens pourraient également fortement jouer de nos jours (Turner, 2015).

Puisque ses partisans perçoivent l'hélicoptère monétaire comme une expansion budgétaire n'alourdissant pas la dette publique, celui-ci n'entraîne, d'après eux, pas d'impôts plus élevés dans le futur, et il ne devrait en tout cas pas en requérir. Dès lors, ces partisans expliquent que les effets ricardiens de compensation ne trouveront pas à se déployer. Fondamentalement, la « gratuité » de l'hélicoptère monétaire (*helicopter money is a free lunch*) découle de l'hypothèse (plus ou moins explicite) que la monnaie utilisée pour financer la relance budgétaire n'est en aucune manière comparable à la dette publique résultant de nouveaux titres obligataires émis par l'État, que ce soit dans sa nature (monnaie qui ne doit jamais être remboursée contre dette brute qui arrive à échéance un jour) ou si on tient compte du coût de son service

(1) Une trappe à liquidité est une situation dans laquelle la demande de monnaie est devenue parfaitement élastique par rapport aux taux d'intérêt étant donné que les taux d'intérêt nominaux tendent vers leur niveau plancher. Cela fait perdre toute force motrice à la politique monétaire conventionnelle, tandis que, dans le même temps, un taux d'intérêt réel plus négatif peut être souhaitable, voire approprié, dans le but de stimuler l'économie. Cf. notamment Krugman (1998) et Dotsey (2010).

(2) En considérant que les agents privés pourraient réduire leur consommation dans l'expectative d'un alourdissement du fardeau fiscal futur, la théorie de l'équivalence ricardienne suppose que les agents ne font pas de différence entre une montée des impôts actuelle et future. Cela implique également que les titres de la dette publique qu'ils détiennent ne constituent pas pour eux une richesse nette étant donné qu'ils sont contrebalancés par la valeur actualisée des impôts futurs.

(monnaie sans intérêts contre titres obligataires donnant lieu au paiement d'intérêts)⁽¹⁾.

... et pourtant, une analyse intégrée montre que l'hélicoptère monétaire s'apparente à un financement des dépenses publiques par l'émission de dette publique à court terme.

Pour voir de façon plus formelle dans quelle mesure l'hélicoptère monétaire peut être comparé à une relance budgétaire conventionnelle financée par endettement, il est essentiel de démêler l'incidence et les implications de ces deux politiques sur la position nette du secteur public dans son ensemble.

À cette fin, il peut être utile d'expliquer en préambule quel est l'effet des différentes formes possibles d'hélicoptère monétaire sur le bilan d'une banque centrale. Bien qu'on puisse en général envisager quatre options de mise en œuvre de l'hélicoptère monétaire, seules trois d'entre elles sont présentées dans le graphique 1 ci-dessous⁽²⁾. L'illustration montre essentiellement que ces différentes formes d'hélicoptère monétaire ont pour dénominateur

commun une diminution des fonds propres de la banque centrale destinée à financer l'accroissement des liquidités dont le grand public disposera in fine.

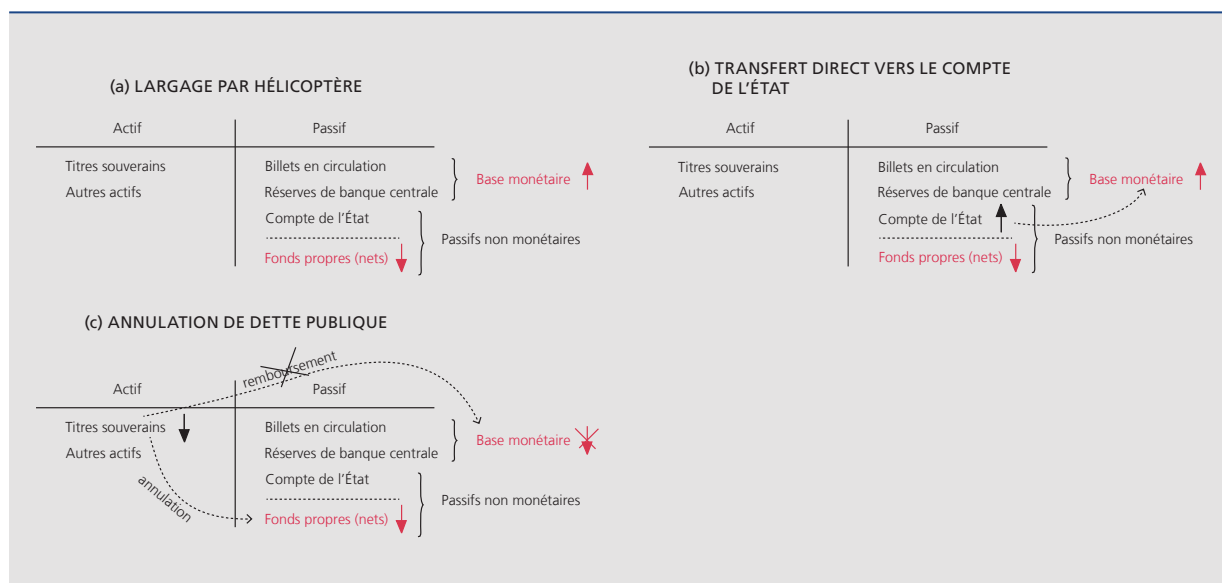
(a) **Largage par hélicoptère**: la banque centrale « crée » de la monnaie et la transfère directement (et de façon irréversible) aux particuliers. Dans ce cas, les passifs monétaires de la banque centrale grimpent vu que la quantité de monnaie détenue par le secteur privé augmente. Cette hausse est contrebalancée par une baisse équivalente des fonds propres de la banque centrale. L'État ne doit en principe pas intervenir. Cependant, il convient en pratique de ne pas écarter l'éventualité de voir la banque centrale se coordonner avec l'État et d'obtenir son soutien afin de procurer sous conditions des fonds aux particuliers. L'argent pourrait par exemple être récupéré auprès des particuliers après un certain temps s'il n'était pas dépensé. Une autre possibilité consisterait à ne viser que les individus dont la propension à consommer est la plus élevée.

(b) **Transfert direct vers le compte de l'État**: le compte que l'État détient auprès de la banque centrale est directement crédité par cette dernière. Une diminution des fonds propres de la banque centrale compense l'accroissement du crédit disponible sur le compte de l'État. Dès que l'expansion budgétaire réalisée par l'État se produit, cela crée des transferts de monnaie vers le secteur privé, et le

(1) Cf. par exemple Buitier (2014) qui, pour justifier la supériorité de l'hélicoptère monétaire sur les relances budgétaires conventionnelles, soutient que de la monnaie sans intérêts non remboursable constitue « par essence » de la richesse nette pour les agents privés.

(2) La raison pour laquelle on a « omis » le cas où la banque centrale achète des obligations souveraines perpétuelles à coupon zéro directement auprès de l'État est présentée plus loin.

GRAPHIQUE 1 LES FORMES D'HÉLIOPTÈRE MONÉTAIRE ET LE BILAN DE LA BANQUE CENTRALE⁽¹⁾



(1) Les flèches indiquent les variations immédiates des postes bilanciaux. Les variations sont évaluées par rapport à la situation contrefactuelle (absence d'hélicoptère monétaire), toutes choses étant égales par ailleurs. Dans tous les cas, la liquidité supplémentaire par rapport au scénario contrefactuel se répartit entre les billets en circulation et les réserves de banque centrale, en fonction de la préférence relative des agents pour ces actifs.

solde du compte de l'État se mue en base monétaire supplémentaire (cf. la flèche pointillée). En un sens, l'hélicoptère monétaire transforme ici la participation de l'État dans le capital de la banque centrale en un actif plus liquide que l'État peut utiliser pour financer une expansion budgétaire.

- (c) **Annulation de dette publique**: la banque centrale restructure et/ou efface unilatéralement (une partie de) la dette publique qu'elle détient. L'actif de la banque centrale se contracte d'un montant égal à la décote, et cela est enregistré comme une perte au niveau des fonds propres de la banque centrale. Comme l'État ne doit à présent plus accroître son solde primaire pour rembourser la banque centrale (en intérêts et/ou en principal), il dispose d'une marge budgétaire qui lui permet de procéder à la relance. En surface, cette opération ne ressemble pas à une augmentation permanente de la base monétaire. Toutefois, par rapport au scénario contrefactuel, on voit que cette transaction entraîne bien un tel élargissement de la base monétaire. En effet, un remboursement par l'État des obligations détenues par la banque centrale aurait pour effet de réduire le portefeuille de titres de l'autorité monétaire, à l'actif, mais également les réserves de banque centrale, au passif, car l'État puise des ressources dans le secteur privé pour rembourser la banque centrale. L'annulation de dette permet d'éviter le déclin des réserves de banque centrale – elles se maintiennent à un niveau constant – vu que le mouvement compensatoire consiste en une réduction des fonds propres de l'autorité monétaire.

Bien que cette option soit parfois envisagée, nous n'abordons pas ici l'hélicoptère monétaire mis en œuvre au moyen de l'achat par la banque centrale d'obligations souveraines perpétuelles à coupon zéro directement auprès de l'État. Nous en avons décidé ainsi dès lors que cette forme d'hélicoptère monétaire n'a d'emblée pas la même incidence que les autres sur le bilan de la banque centrale: elle n'entraîne en effet pas un affaiblissement immédiat des fonds propres venant compenser le gonflement des liquidités. Cela étant dit, les quatre formes différentes d'hélicoptère monétaire ont des répercussions relativement équivalentes sur le bilan de la banque centrale si on adopte une perspective plus dynamique: par rapport au scénario contrefactuel, elles ont toutes à un moment ou un autre pour effet de comprimer ses fonds propres si le taux d'intérêt des réserves de banque centrale s'élève au-dessus de zéro. Cette question est commentée de manière plus détaillée ci-après.

Sur la base de ce qui précède, le graphique 2 ci-après présente une analyse globale des incidences de l'hélicoptère

monétaire et d'une relance budgétaire conventionnelle financée par endettement en se fondant sur les bilans simplifiés de la banque centrale, d'une part, et de l'État, d'autre part, ainsi que sur leur consolidation au sein du secteur public dans son ensemble (le « secteur public consolidé »).

L'analyse de l'incidence sur le bilan de la banque centrale fait avant tout ressortir la nature différente du financement des deux politiques. D'une part, comme le financement d'une relance budgétaire financée par endettement ne fait en principe appel ni à une hausse de la base monétaire ni à aucune autre intervention de la banque centrale, ce type de mesure de stimulation ne modifie pas le bilan de cette dernière. D'autre part, dans le cas de l'hélicoptère monétaire, la composition des passifs de la banque centrale change: comme on l'a déjà montré dans le graphique 1, c'est en effet une baisse des fonds propres de celle-ci qui finance l'augmentation de la base monétaire mise à la disposition des acteurs privés.

S'agissant des bilans de l'État et du secteur public consolidé, les effets sont plus semblables, que ce soit d'un point de vue statique ou plus dynamique. Plus précisément:

- (i) à l'amorçage, les deux modes de relance entraînent une diminution du patrimoine net de l'État et du secteur public dans son ensemble. C'est le cas dans le scénario de l'hélicoptère monétaire, même si la dette publique brute reste inchangée, car le prélèvement sur les fonds propres de la banque centrale en vue de financer l'expansion budgétaire équivaut à une réduction des actifs de l'État – ce dernier étant l'actionnaire ultime de la banque centrale⁽¹⁾. De même, l'amoindrissement des fonds propres de la banque centrale provoque in fine une augmentation de la dette nette de l'ensemble du secteur public car les passifs s'alourdissent au niveau consolidé à la suite de la création de base monétaire supplémentaire. Ces retombées ressemblent fortement à celles d'une relance budgétaire financée par endettement, où l'accroissement de la dette brute est contrebalancé par une contraction du patrimoine net de l'État et du secteur public consolidé;
- (ii) par la suite, les deux relances occasionnent une hausse des intérêts versés par le secteur public consolidé puisqu'un instrument de dette portant intérêt est en fait émis en vue de payer ses dépenses courantes. En d'autres termes, étant donné que les systèmes monétaires actuels prévoient une rétribution des

(1) Nous excluons ici le cas des banques centrales qui, comme la Banque nationale de Belgique, ont aussi des actionnaires privés.

GRAPHIQUE 2 INCIDENCES DE L'HÉLIOPTÈRE MONÉTAIRE ET D'UNE RELANCE BUDGÉTAIRE FINANCÉE PAR ENDETTEMENT SUR LES BILANS SIMPLIFIÉS DE LA BANQUE CENTRALE, DE L'ÉTAT ET DU SECTEUR PUBLIC CONSOLIDÉ⁽¹⁾

(a) HÉLIOPTÈRE MONÉTAIRE		(b) RELANCE BUDGÉTAIRE FINANCÉE PAR ENDETTEMENT	
Banque centrale		Banque centrale	
Actif	Passif	Actif	Passif
Titres souverains	Base monétaire ↑	Titres souverains	Base monétaire
Autres actifs	Compte de l'État	Autres actifs	Compte de l'État

	Fonds propres (nets) ↓		Fonds propres (nets)
+		+	
État		État	
Actif	Passif	Actif	Passif
Compte auprès de la banque centrale	Titres souverains détenus par le grand public	Compte auprès de la banque centrale	Titres souverains détenus par le grand public ↑
Participation dans le capital de la banque centrale ↓	Titres souverains détenus par la banque centrale	Participation dans le capital de la banque centrale	Titres souverains détenus par la banque centrale
Autres actifs	Autres actifs
	Patrimoine net ↓		Patrimoine net ↓
=		=	
Secteur public consolidé		Secteur public consolidé	
Actif	Passif	Actif	Passif
Autres actifs	Base monétaire ↑	Autres actifs	Base monétaire
	Titres souverains détenus par le grand public		Titres souverains détenus par le grand public ↑

	Patrimoine net ↓		Patrimoine net ↓

(1) Les flèches indiquent les variations dues à l'incidence de chaque politique sur les postes bilanciels. Les variations sont appréciées par rapport au scénario contrefactuel (absence de politique), toutes choses restant égales par ailleurs. Nous envisageons ici une relance budgétaire ayant pour effet immédiat d'affaiblir le bilan de l'État, comme par exemple une hausse des transferts (ceci exclut les programmes d'investissements publics qui ont pour but d'accumuler des actifs et qui pourraient entraîner – tant que le rendement de ces actifs dépasse leur coût de financement – un renforcement du bilan de l'État).

réserves de banque centrale, l'hélicoptère monétaire s'apparente effectivement aussi à la hausse d'une forme de dette publique offrant un taux d'intérêt, à savoir le taux d'intérêt à court terme. Même si la base monétaire supplémentaire sera en partie constituée de billets, soit un passif non rémunéré de la banque centrale, on peut raisonnablement partir de l'idée que ce n'est pas cela qui changera la donne. Si l'hélicoptère monétaire ne force pas les agents privés à en détenir plus que d'habitude, il n'y a en effet aucune raison de croire que la demande de billets

sera induite par autre chose que ses déterminants structurels « traditionnels »⁽¹⁾ après la mise en œuvre de l'hélicoptère monétaire. Autrement dit, il n'y a fondamentalement aucune raison de s'attendre à ce que la demande de billets s'intensifie substantiellement dans la foulée de l'hélicoptère monétaire. Donc, si les taux d'intérêt des réserves de banque centrale et des titres de la dette publique se situent à l'origine en territoire négatif, les deux politiques constitueront au départ des sources de revenus pour l'État – parce que des passifs non rémunérés (le patrimoine net) sont échangés contre des passifs « recevant des intérêts »⁽²⁾ –, et le patrimoine net grimpera donc (temporairement) par rapport au scénario contrefactuel. À plus long terme, cela implique toutefois que ce patrimoine net déclinera à nouveau

(1) Ces déterminants sont la demande d'encaisses de transactions, la propension à thésauriser des agents (qui dépend en partie du niveau du taux d'intérêt, soit le coût d'opportunité de la détention des billets), la disponibilité d'autres moyens de paiement, l'importance de l'économie parallèle et la demande des non-résidents.

(2) Pour l'achat d'obligations perpétuelles à coupon zéro, les actifs non rémunérés seraient au départ accompagnés de passifs « recevant des intérêts ».

si les taux d'intérêt redeviennent positifs à mesure que la reprise se concrétise.

Dans les deux cas, la richesse au départ collective (le patrimoine net public) est donc transformée en un actif plus liquide rendu accessible aux acteurs privés (titres de la dette publique ou base monétaire). Dès lors que cet actif constitue une dette nette de l'entité publique et qu'il suppose dans les deux cas le paiement d'intérêts, il n'y a a priori aucune raison de penser que des agents privés rationnels auront des attentes différentes par rapport à la charge fiscale future éventuelle qu'il pourrait (ou non) provoquer. Par conséquent, il est peu probable que l'hélicoptère monétaire soit meilleur en termes d'efficacité qu'une relance budgétaire conventionnelle financée par endettement.

Cela étant dit, on pourrait imaginer une situation dans laquelle la banque centrale décide de ne pas rémunérer les réserves supplémentaires injectées de manière permanente dans l'économie dans le cadre du scénario de l'hélicoptère monétaire, et ce en vue d'assurer la supériorité de ce dernier en matière d'efficacité face à une relance budgétaire conventionnelle. Comme de nombreuses liquidités excédentaires ne seraient pas rémunérées, les taux de marché au jour le jour resteraient toutefois bloqués à 0% durant une période de temps vraisemblablement longue (le temps nécessaire pour que ces liquidités excédentaires soient entièrement absorbées par des postes du bilan de la banque centrale dont l'évolution est liée à la croissance de l'économie, tels les facteurs autonomes nets de ponction de liquidités et les réserves obligatoires⁽¹⁾). Globalement, cela équivaldrait à ce que la banque centrale renonce pendant un temps probablement long à mener une politique monétaire active et à atteindre son principal objectif de stabilité des prix⁽²⁾, laissant également place aux conséquences indésirables d'un maintien trop prolongé de taux

faibles. En fin de compte, un tel scénario pourrait engager l'économie dans une spirale d'inflation explosive⁽³⁾. Bien qu'un tel phénomène soit indésirable, la simple possibilité de laisser l'inflation grimper constitue un mécanisme puissant, auquel la partie suivante est consacrée.

4. Quand l'hélicoptère monétaire pourrait-il toutefois être plus efficace ?

Nonobstant les conclusions précitées, on pourrait penser à deux conditions susceptibles de rendre les effets ricardiens moins probables dans le cas de l'hélicoptère monétaire que dans celui de la relance budgétaire conventionnelle financée par endettement, garantissant ainsi la supériorité de la première politique sur la seconde en matière d'impulsion à l'économie dans un environnement de faible croissance assortie de taux d'intérêts proches de leur niveau plancher.

4.1 L'argument léger : quand la consolidation des bilans du secteur public n'est pas jugée nécessaire

L'hélicoptère monétaire est susceptible d'être plus efficace que la relance financée par endettement si les agents privés jugent que la consolidation des bilans de la banque centrale et de l'État n'est pas nécessaire. Par conséquent, la diminution des fonds propres de la banque centrale n'amène pas les agents privés à anticiper une hausse des futurs impôts ou une baisse des dépenses publiques.

En règle générale, une telle absence de nécessité de consolider les bilans pourrait refléter la réalité dans la mesure où les marchés financiers et les institutions internationales, mais également les cadres de gouvernance nationaux et supranationaux, se concentrent souvent largement sur la dette brute des États, tandis que la position nette du secteur public consolidé (y compris l'endettement monétaire à court terme) tend à être négligée. Dans le cadre de la zone euro, on pourrait également affirmer que l'absence de consolidation des bilans s'applique à un certain point, puisque les opérations de politique monétaire relèvent (en principe) d'un régime de partage des risques, tandis qu'il n'existe pas d'union budgétaire⁽⁴⁾. En tout état de cause, et même si on prend en compte un lien entre l'État et la banque centrale, cette dernière, dont les fonds propres sont habituellement positifs, pourrait être considérée plus aisément comme étant capable de faire face à la contraction de son patrimoine net. Dès lors, une augmentation des

(1) Cf. par exemple Boeckx et Ide (2012) pour de plus amples précisions sur les postes du bilan d'une banque centrale et sur sa gestion des liquidités.

(2) Borio *et al.* (2016) vont même plus loin en arguant que, étant donné que les processus d'absorption de liquidités liés à la croissance de l'économie exigeraient un temps excessivement long, la décision de ne pas rémunérer les réserves excédentaires créées dans le cadre de l'hélicoptère monétaire entraînerait l'abandon « à jamais » de la politique monétaire.

(3) Les possibilités pour la banque centrale d'exiger la constitution de réserves obligatoires non porteuses d'intérêts égales au montant de l'expansion monétaire (de manière à ce que le niveau des réserves excédentaires reste inchangé) ou de rémunérer les réserves additionnelles en procédant à un prélèvement distinct sur les banques commerciales pour en couvrir le coût (Bernanke, 2016) sont aussi couramment évoquées pour assurer la supériorité de l'hélicoptère monétaire. Ces propositions reviennent néanmoins au même : il s'agit d'un déficit budgétaire financé par les impôts puisque les banques commerciales – appartenant au secteur privé – supportent les coûts finaux dans les deux cas (cf. également Borio *et al.*, 2016).

(4) Par conséquent, dans un exemple (très) hypothétique où les juridictions dans lesquelles la propension marginale à consommer estimée est la plus forte bénéficieraient de l'hélicoptère monétaire, on pourrait s'attendre à des effets ricardiens plus limités au niveau de la zone euro. Les liquidités tomberaient alors en effet entre les mains des résidents dont la propension estimée à les dépenser est élevée, tandis que les coûts définitifs seraient partagés au sein de la zone euro, en ce compris parmi les résidents dont la propension à consommer moins est plus faible en cas de choc négatif sur le patrimoine net public domestique. En effet, la hausse des charges d'intérêts découlant de l'hélicoptère monétaire s'inscrirait dans le revenu monétaire (net) de l'Eurosystème et serait in fine partagée entre les pays de la zone euro en fonction de la clé de répartition du capital de la BCE.

paiements d'intérêts sur son passif dans le futur pourrait être financée sans lever de nouveaux impôts, de sorte que les effets ricardiens ne seraient pas du même ordre.

4.2 Un argument plus convaincant : quand une accélération temporaire de l'inflation est tolérée par la banque centrale

Ce qui est crucial ici, c'est que la banque centrale maîtrise la politique de taux d'intérêt. Cela signifie que, contrairement à l'État, elle peut décider des coûts du service de sa dette. En effet, le non relèvement des taux d'intérêt lorsque l'hélicoptère monétaire relance l'économie constitue toujours une option pour la banque centrale afin de limiter les coûts de cette reprise et, partant, de rendre les effets ricardiens moins probables⁽¹⁾. Bien entendu, le « prix à payer » in fine dans le cadre de cette stratégie est une inflation temporairement plus élevée.

Une question qu'on peut se poser ici est celle de savoir si une telle remontée de l'inflation est désirable. Il y a de bonnes raisons de penser qu'on peut répondre par l'affirmative dans le contexte actuel, où certaines économies sont confrontées à des trappes à liquidité. Pourquoi ? Parce que, dans une situation où le taux d'intérêt nominal ne peut diminuer davantage, l'équation de Fisher pose que le caractère souhaitable d'un taux d'intérêt réel plus négatif signifie également qu'une inflation attendue (plus) positive est la bienvenue. Pour le dire simplement, si, après que le taux nominal s'est établi à son niveau plancher, le taux réel est toujours supérieur à son niveau naturel (négatif), le soutien (accru) des anticipations d'inflation constitue le principal levier permettant de continuer d'ajuster le taux réel à la baisse pour que celui-ci atteigne son niveau souhaitable, favorisant ainsi la reprise de manière appropriée. Il est important de noter ici que le « dérapage » de l'inflation (*inflation overshoot*) par rapport à la situation contrefactuelle de relèvement des taux d'intérêt dès lors que l'économie se redresse n'implique pas forcément de voir l'inflation dépasser le niveau cible fixé par la banque centrale, la situation contrefactuelle pouvant a fortiori impliquer une inflation anticipée en deçà de la cible.

Il va de soi que cette stratégie de maintien des taux à un bas niveau durant une période prolongée dans un contexte d'accélération de l'activité et, partant, de l'inflation pourrait

aussi se réaliser indépendamment de l'hélicoptère monétaire, c'est-à-dire aussi à la suite d'une expansion budgétaire financée par endettement. Cela étant, on peut raisonnablement supposer qu'il est plus aisé de communiquer sur un tel engagement et de le faire comprendre dans le scénario de l'hélicoptère monétaire. En effet, la préoccupation de la banque centrale quant à l'encours de ses fonds propres revêt dans ce cas une fonction de signal, amenant les agents privés à accorder davantage d'importance à la promesse de ne pas relever les taux d'intérêt trop rapidement (dans la mesure où cela pourrait nuire aux finances de la banque centrale). Au final, il s'agit également de l'un des canaux de transmission de l'assouplissement quantitatif : l'achat d'obligations à long terme envoie une indication quant à l'évolution des futurs taux directeurs des banques centrales, ces derniers ayant une incidence sur leurs finances⁽²⁾. À l'instar de l'assouplissement quantitatif, l'hélicoptère monétaire peut ainsi constituer un puissant dispositif d'engagement si la banque centrale croit en des orientations prospectives de type odysseén (*Odyssean forward guidance*) et veut y recourir ; il s'agit d'orientations prospectives dans un contexte de taux d'intérêt nominaux à court terme proches de leur niveau plancher, où la banque centrale s'efforce de convaincre les agents privés que la reprise de l'économie ne s'accompagnera pas d'une remontée des taux d'intérêt comme cela a été le cas par le passé et qu'elle attendra avant de réagir à la hausse de l'inflation et de la croissance, et ce afin d'exercer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt réels à long terme (Campbell *et al.*, 2012). En revanche, il n'est certainement pas envisageable pour les États faisant partie d'une union monétaire, de même qu'il est moins aisé pour les pays dont la banque centrale est indépendante de s'engager à maintenir le coût du service de leur dette brute à des niveaux faibles.

5. Une limite de l'hélicoptère monétaire : pertes sur le capital de la banque centrale et hyperinflation

L'hélicoptère monétaire tel que défini dans le cadre du présent article entraîne une baisse immédiate des fonds propres de la banque centrale, de même que des réductions supplémentaires des fonds propres dans le futur en cas de hausse des taux. Si, pour l'une ou l'autre raison, elle est jugée insoutenable, l'évolution des fonds propres de la banque centrale pourrait à long terme nuire gravement à la confiance dans la monnaie que celle-ci émet, ce qui serait susceptible d'engendrer une spirale hyperinflationniste, les citoyens cessant d'accorder de la valeur à la nouvelle monnaie injectée. Bien entendu, une telle spirale rendrait inefficace non seulement toute nouvelle impulsion monétaire, mais également toute autre politique de relance économique libellée en monnaie nationale. Cet

(1) Autrement dit, parce qu'on permet l'augmentation du niveau des prix par l'accélération de l'inflation comparativement à la situation contrefactuelle, les pertes réelles subies sur le patrimoine net du secteur public peuvent être évitées (au moins dans une certaine mesure). L'avivement de l'inflation signifie donc que les passifs réels demeurent inchangés, tandis que la dette publique consolidée nominale s'accroît. L'équivalence ricardienne étant un concept réel, les effets y afférents sont moins probables en pareil cas.

(2) Cf. Cordemans *et al.* (2016) pour un passage en revue des canaux de transmission d'un assouplissement quantitatif.

argument commun en défaveur de l'hélicoptère monétaire ouvre la voie à différentes considérations relatives au bilan des banques centrales qui n'entrent pas dans le champ couvert ici. Cela étant, nous formulons ci-après quelques réflexions spécifiques qui semblent extrêmement pertinentes à cet égard :

- (i) la mesure dans laquelle le gouvernement soutiendra in fine le mandat de la banque centrale de maintenir la stabilité des prix (par exemple en permettant à la banque centrale de ne pas verser de dividendes positifs pendant certaines périodes ou en s'engageant à recapitaliser cette dernière le cas échéant (c'est à dire dans les cas plus extrêmes)) est essentielle pour déterminer jusqu'à quel point/à quel rythme la banque centrale pourrait être contrainte de tolérer une inflation plus élevée qu'elle ne l'aurait souhaité par ailleurs⁽¹⁾. Autrement dit, la coordination entre la banque centrale et l'État dans la mise en œuvre d'une croissance (substantielle) de la base monétaire est fondamentale pour éviter de tomber dans un système où une banque centrale insolvable se retrouve piégée dans un système de Ponzi hyperinflationniste, c'est à dire une situation dans laquelle la banque centrale crée de nouveaux engagements (à savoir de la base monétaire additionnelle) afin de payer les intérêts sur les passifs existants étant donné que les revenus de seigneurage ne couvrent qu'une partie des coûts liés à ces engagements déjà présents⁽²⁾ ;
- (ii) la composition initiale du bilan de la banque centrale peut également se révéler importante lorsqu'on évalue la capacité (perçue) d'une banque centrale de faire face à une hausse permanente de la base monétaire tout en ne négligeant pas son objectif d'inflation. En particulier, les juridictions disposant d'une banque centrale qui est au départ suffisamment capitalisée sont susceptibles d'être de meilleures candidates à une relance sous la forme d'un hélicoptère monétaire ;
- (iii) comme l'hyperinflation (ou les anticipations d'hyperinflation, qui sont susceptibles de s'auto réaliser à terme ; cf. Del Negro et Sims (2015)) pourrait également survenir plus spécifiquement en raison de la conviction des citoyens que le financement monétaire modéré induit par un hélicoptère monétaire sera à l'avenir suivi d'un financement monétaire excessif

(notamment en raison de la remise en question de l'indépendance de la banque centrale), il est également essentiel de communiquer de manière appropriée et de coordonner correctement la mise en œuvre de l'hélicoptère monétaire. Globalement, l'hélicoptère monétaire impose en effet « le défi de réaliser la coordination nécessaire entre les responsables des politiques budgétaire et monétaire, sans compromettre l'indépendance de la banque centrale ou la discipline budgétaire à long terme » (traduction libre de Bernanke, 2016).

Conclusion

Bien que l'hélicoptère monétaire soit souvent considéré comme un moyen de réaliser une expansion budgétaire sans frais, une analyse approfondie fondée sur le bilan du secteur public consolidé suggère que celui-ci s'apparente in fine à l'émission de titres de la dette publique à court terme en vue de financer les dépenses courantes publiques. Par conséquent, et comme le soulignent notamment Borio *et al.* (2016), l'hélicoptère monétaire n'est en aucun cas gratuit. Il semble toutefois qu'il pourrait être plus efficace que la relance budgétaire conventionnelle financée par endettement si la banque centrale permettait une accélération de l'inflation lorsque les effets positifs de la reprise se font pleinement sentir. Telle est également l'essence de l'analyse que Reis a consacrée à la mystique entourant le bilan des banques centrales (Reis, 2013). Même si une telle remontée de l'inflation pourrait également s'inscrire dans le scénario de la relance budgétaire conventionnelle, son implémentation et sa compréhension par le grand public pourraient être plus aisées dans le scénario de l'hélicoptère monétaire, où la banque centrale est véritablement partie prenante de l'impulsion budgétaire et où l'hélicoptère monétaire sert donc de dispositif d'engagement. Globalement, pour être totalement efficace, l'hélicoptère monétaire nécessiterait incontestablement une coordination robuste entre la banque centrale et l'État, ainsi qu'une communication appropriée. De même, une solide coordination et une bonne communication seraient des conditions essentielles en cas de mise en œuvre de l'hélicoptère monétaire aux fins de protéger l'économie contre le risque éventuel de tomber dans une spirale inflationniste (anticipée) explosive. À cet égard, il semble également fondamental que la banque centrale dispose d'importants capitaux propres initiaux. Une telle analyse dépasse certes le cadre du présent article, mais il convient néanmoins de souligner que, au sein de la zone euro, il est possible que l'hélicoptère monétaire soulève des questions de compatibilité avec le cadre juridique du SEBC, et en particulier en matière d'interdiction du financement monétaire.

(1) Outre l'existence d'un support étatique, la capacité de la banque centrale de générer des revenus de seigneurage suffisants en cas d'inflation élevée joue également un rôle essentiel dans la détermination de sa solvabilité (Del Negro et Sims, 2015).

(2) Cf. notamment Del Negro et Sims (2015) et Reis (2015) pour de plus amples analyses du patrimoine net économique (comparativement au patrimoine net comptable) d'une banque centrale et de la notion de sa solvabilité.

Bibliographie

Bernanke B. (2002), *Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here*, Speech before the National Economists Club, 21 November.

Bernanke B. (2003), *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan*, Speech before the Japan Society of Monetary Economics, 31 May.

Bernanke B. (2016), « What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money », *Brookings Institution*, Ben Bernanke's blog, 11 April (<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money>).

Boeckx J. et M. Deroose (2016), « Politiques monétaire et budgétaire dans la zone euro: indépendantes mais néanmoins liées », BNB, *Revue économique*, septembre, 7-27.

Boeckx J. et S. Ide (2012), « Ce que le recours à la facilité de dépôt peut nous apprendre, et ce qu'il ne nous apprend pas », BNB, *Revue économique*, juin, 31-38.

Borio C., P. Disyatat et A. Zabai (2016), « Helicopter money: The illusion of a free lunch », VOX CEPR's Policy Portal, 24 May (<http://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>).

Brehon D., G. Saravelos et R. Winkler (2016), « Helicopters 101: your guide to monetary financing », *Deutsche Bank Research*, 14 April.

Buiter W. (2014), « The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It works – Always », *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 8, 1-51.

Campbell J.R., C.L. Evans, D. Fisher et A. Justiniano (2012), « Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance », *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 1-54.

Cecchetti S. et K. Schoenholtz (2016), « A primer on helicopter money », VOX CEPR's Policy Portal, 19 August (<http://voxeu.org/article/primer-helicopter-money>).

Christiano L., M. Eichenbaum et S. Rebelo (2009), *When is the government spending multiplier large?*, NBER, Working Paper 15394.

Cohen Setton J. (2015), « Permanent QE and helicopter money », Bruegel, January (<http://bruegel.org/2015/01/permanent-qe-and-helicopter-money/>).

Cordemans N. et S. Ide (2014), « Normalisation des politiques monétaires: perspectives et divergences », BNB, *Revue économique*, décembre, 31-55.

Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama et A. Stevens (2016), « L'ABC de l'assouplissement quantitatif – Ou le b.a.-ba des achats d'actifs par les banques centrales », BNB, *Revue économique*, juin, 33-47.

Del Negro M. et C. Sims (2015), « When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 73(C), 1-19.

DeLong B. J. et L. H. Summers (2012), « Fiscal Policy in a Depressed Economy », *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program*, The Brookings Institution, vol. 44(1), 233-297.

Dotsey M. (2010), « Monetary Policy in a Liquidity Trap », Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, 9-15.

Friedman M. (2006) [1969], *The Optimum Quantity of Money: And Other Essays*, New Jersey, Transaction Publishers.

Galí J. (2014), *The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus*, CEPR, Discussion Paper 10165.

Krugman P. (1998), « It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-205.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber et L. Van Meensel (2016), « Faut-il stimuler les investissements publics ? », *BNB, Revue économique*, septembre, 111-127.

Reis R. (2013), « The Mystique Surrounding the Central Bank's Balance Sheet, Applied to the European Crisis », *American Economic Review*, vol. 103(3), 135-40, May.

Reis R. (2015), *Different Types of Central Bank Insolvency and the Central Role of Seignorage*, NBER, Working Paper 21226.

Stella P. (2016), « Helicopter Money without Helicopter and without Central Banks », Stellar Consulting LLC, August (http://stellarconsultllc.com/blog/wp-content/uploads/2016/08/Helicopter-Money-without-Helicopters-and-without-Central-Banks_August-2016.pdf).

Svensson L. (2003), *Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others*, NBER, Working Paper 10195.

Turner A. (2015), *The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue*, IMF's 16th Jacques Polak Annual Research Conference, November.

Woodford M. (2012), « Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound », *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 185-288.