



# La théorie monétaire moderne – une vue d'ensemble

Michael Craig, directeur général et chef, Répartition des actifs et Produits dérivés  
Haining Zha, vice-président et directeur

---

## Aperçu

- La théorie monétaire moderne (TMM) est une politique économique qui vise à remédier à la stagnation de la demande économique et à l'instabilité financière croissante touchant la société.
- La TMM pourrait modifier les attentes d'inflation, écartant ainsi le scénario de la faiblesse prolongée des taux d'intérêt.
- Elle est une réponse naturelle aux déséquilibres économiques croissants et vise à redistribuer les avantages économiques de manière plus égalitaire dans la société.

---

La théorie monétaire moderne est devenue un sujet de discussion courant dans les milieux politiques aux États-Unis où plusieurs politiciens démocrates de haut niveau semblent l'avoir adoptée. Cependant, elle suscite aussi des critiques acerbes parmi ses détracteurs. Plusieurs économistes et experts financiers renommés considèrent cette théorie comme « insensée ». Selon eux, elle ne repose sur aucun principe économique valable.

Dans cet article, Gestion de Placements TD (« GPTD » ou « nous ») explique brièvement la TMM et ses principes sous-jacents. Nous parlerons des avantages proposés de cette théorie économique et examinerons ses inconvénients potentiels. Enfin, nous examinerons les implications pratiques de sa mise en œuvre sur l'environnement macroéconomique et les différentes catégories d'actif.

## La TMM simplifiée

Afin de ne pas nous attarder aux détails techniques, nous avons condensé la TMM en quelques points clés :

- Les pays qui peuvent émettre librement des titres de créance et qui ont un taux de change flottant ne devraient pas être prisonniers de leur déficit ou de leur dette, car ils peuvent toujours les financer en créant de la monnaie; tant que cela reste dans des limites raisonnables.
- L'équilibre budgétaire n'est pas toujours un objectif politique louable lorsque l'on prend en compte l'ensemble du système économique.
- Les gouvernements devraient plutôt tout faire pour que leurs outils budgétaires adoucissent le cycle économique. Les mesures de relance budgétaires devraient rester en place jusqu'à ce que la production ait rattrapé son retard; et n'être rajustées qu'une fois le plein emploi atteint. Cette utilisation à contre-courant de la politique budgétaire ne générera pas nécessairement une inflation excessive.

Comme nous pouvons le constater, certains points susmentionnés de la TMM s'écartent considérablement, voire s'opposent, à la pensée économique traditionnelle. Des arguments comme « financer la dette en faisant tourner la planche à billets » et « l'équilibre budgétaire n'est pas toujours un bon objectif politique » sont une hérésie pour les économistes traditionnels. En un mot, la TMM donne au gouvernement beaucoup plus de liberté pour dépenser. **Mais cette théorie est-elle sensée? Et quels problèmes pourrait-elle poser?**

## Arguments raisonnables de la TMM

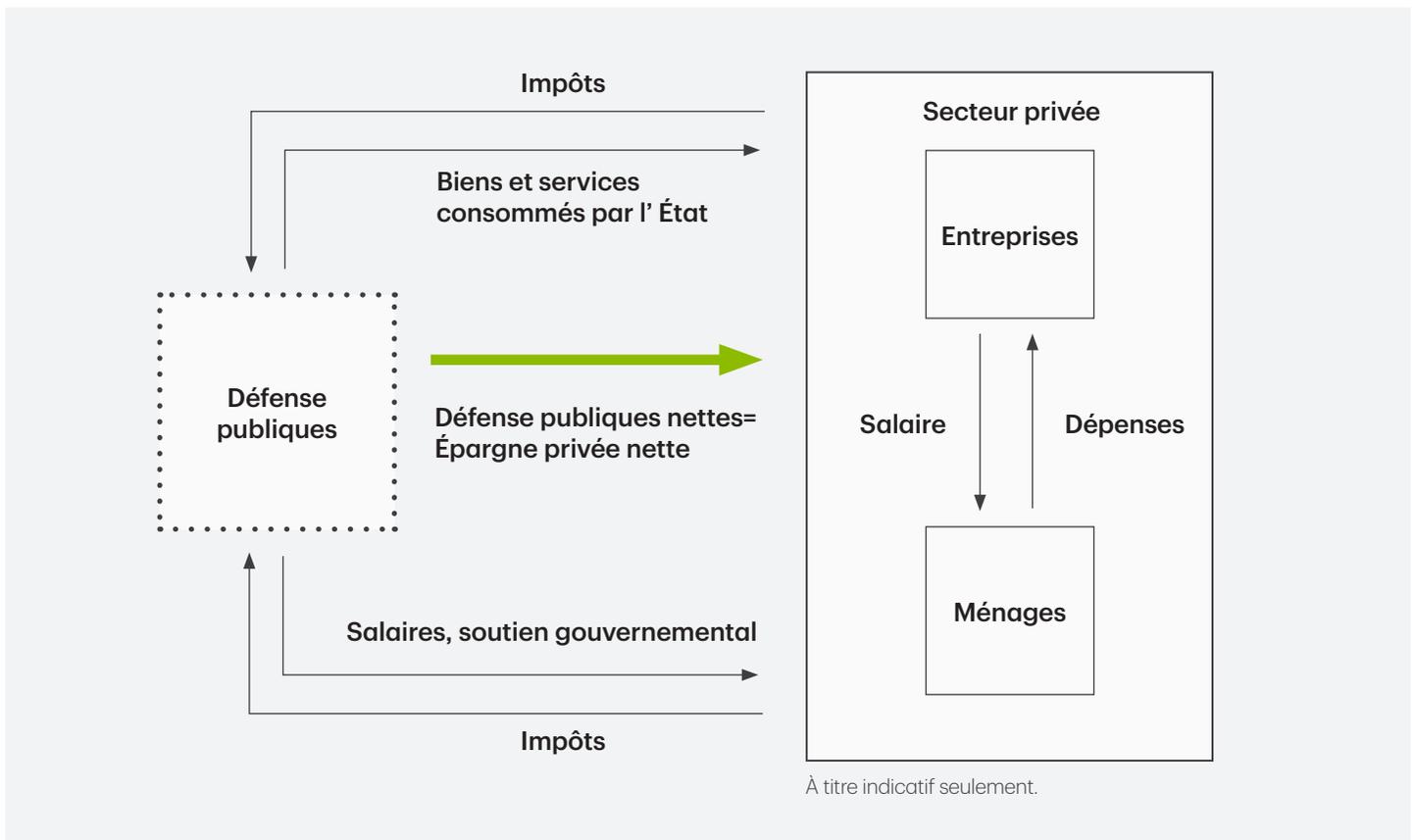
La TMM ne pourrait pas gagner en popularité si elle ne reposait que sur du vent. Elle comporte certains arguments raisonnables. En voici deux qui, selon nous, soutiennent la TMM.

### 1 Le monde a déjà adopté la TMM de facto!

Même si les médias ne s'intéressent à la TMM que depuis peu, cette dernière est appliquée depuis longtemps. Le financement du gouvernement par la banque centrale est une caractéristique de la TMM, qui est devenue de plus en plus flagrante depuis la crise financière et dans la majorité des économies. La Banque du Japon, par exemple, détient plus de 40 % des obligations d'État japonaises et maintient le coût de financement de ses obligations à 10 ans aux environs de zéro pour cent. D'autres banques centrales vont dans la même direction, mais dans une moindre mesure. De même, presque toutes les banques centrales ont conclu des arrangements institutionnels pour redistribuer les profits à l'État. C'est bien un financement direct de l'État, s'il en est un! Si la majorité des banques centrales le font déjà, alors pourquoi ne pas l'intégrer dans le cadre de la politique?

### 2 Le déficit budgétaire à long terme ne devrait pas être diabolisé

Certains décideurs croient fermement que les déficits gouvernementaux sont mauvais et qu'ils devraient être évités ou éliminés. Même lorsque la politique économique traditionnelle tolère un déficit budgétaire temporaire, une politique budgétaire neutre à long terme (c.-à-d., qu'à long terme, la moyenne des déficits est de zéro) est toujours la solution souhaitable. La TMM offre une perspective différente et soutient que les économies réalisées dans un secteur correspondent à la dette d'un autre secteur. Si le secteur privé vise un gain net, alors il est naturel que le secteur public accumule un déficit. Dans une économie fermée simplifiée, comme illustré dans le graphique ci-dessous, nous avons indiqué les flux monétaires (flèches noires) entre les différents secteurs de l'économie. Par exemple, le secteur privé verse des impôts au gouvernement, tandis que les entreprises tirent des revenus des biens et services consommés par le gouvernement. Si nous regroupons les entreprises et les ménages dans le secteur privé et que nous observons uniquement les flux monétaires nets (flèche verte en gras) entre le gouvernement et le secteur privé, le gain net du secteur privé provient obligatoirement des dépenses publiques nettes. Même lorsque nous assouplissons les conditions pour les rendre plus réalistes, le même principe général continue de s'appliquer.



## Inconvénients de la TMM

La TMM est une théorie controversée et elle possède plusieurs inconvénients potentiels. Les deux principaux sont les suivants :

### 1 La TMM pourrait créer des distorsions dans le système d'incitatifs au rendement

La TMM permet certes au gouvernement de dépenser plus, mais elle n'incite pas les politiciens à dépenser plus judicieusement et chaque cent mal dépensé peut avoir des conséquences économiques à long terme. C'est pourquoi les chercheurs recommandent généralement d'établir un processus budgétaire indépendant, pour retirer le pouvoir des mains des politiciens et le donner à un organisme technocratique. Or, les probabilités qu'une telle recommandation voie le jour sont minces. L'histoire montre qu'il faut souvent plusieurs crises pour parvenir à un consensus politique visant à établir ce type d'accord institutionnel. Il peut être extrêmement difficile d'établir la bonne structure pour mettre en place une politique fondée sur la TMM, sans avoir tout d'abord épuisé tout le pouvoir de la politique monétaire.

### 2 La TMM pourrait déstabiliser les attentes d'inflation et affaiblir la confiance en la monnaie

Il est en général perçu que la monnaie perdra de la valeur si elle est créée dans le but de financer les dépenses du gouvernement. Les investisseurs pourraient tout simplement refuser de jouer le « jeu de la planche à billets » et se tourner vers d'autres devises et placements. Si tel est le cas, cela pourrait entraîner une dévaluation de la monnaie, ce qui pourrait en retour faire augmenter l'inflation et entraîner la réalisation automatique de la prophétie. L'histoire porte à croire qu'une fois que les investisseurs perdent confiance en la stabilité de l'inflation, il peut être difficile de la rétablir.

## Vue d'ensemble

Chaque grande théorie économique a été créée pour résoudre les problèmes de son temps. Dans les années 1920, les difficultés du secteur privé à créer une demande suffisante ont donné naissance à la théorie keynésienne pour permettre aux gouvernements de jouer un plus grand rôle. Des années 1950 à 1970, après la Deuxième Guerre mondiale, l'excès de monétisation budgétaire et l'offre insuffisante ont déclenché une inflation galopante, qui a été réduite par la mise en place du système moderne des cibles d'inflation. Depuis les années 2000, l'absence de demande et l'instabilité financière sont les nouveaux problèmes macroéconomiques. Ces deux phénomènes sont étroitement liés à la dépendance excessive vis-à-vis de la politique monétaire et du système des cibles d'inflation. La TMM a pour but de résoudre ces problèmes.

Par rapport aux outils de la politique monétaire, la TMM agit principalement par la voie budgétaire, ce qui peut avoir des effets très différents sur l'économie et les marchés. Dans un contexte fondé sur la politique monétaire, les décideurs doivent réduire les taux d'intérêt ou augmenter la masse monétaire pour soutenir l'économie. Les répercussions sur le marché des actifs sont souvent importantes et immédiates, mais l'effet sur l'économie réelle a tendance à être lent et indirect, passant souvent par des voies lentes et incertaines. En d'autres termes, les premiers à profiter de la politique monétaire sont les détenteurs d'actifs, puis l'effet se propage progressivement à l'ensemble de la population. Au dernier stade du cycle d'endettement (dans lequel nous sommes actuellement), la divergence des deux effets peut être encore plus grande. Les mesures d'assouplissement supplémentaires, entravées par l'énorme fardeau de l'endettement, pourraient ne pas se traduire par un renforcement de la consommation réelle, mais l'impact sur les actifs financiers reste positif, comme le montrent les effets de l'assouplissement quantitatif. Cela signifie que la politique monétaire tend à engendrer l'inflation des actifs, sans nécessairement créer des pressions inflationnistes réelles dans l'économie. La politique budgétaire fonctionne d'une façon très différente. Avec la politique budgétaire, le gouvernement distribue directement l'argent aux entreprises et aux ménages, ce qui entraîne une augmentation directe du pouvoir d'achat. Cela peut aussi avoir un effet positif sur les actifs financiers. Pour les entreprises, cela veut dire moins d'impôts et plus de bénéfices, ce qui peut faire augmenter les cours des actions.

Pour les ménages, l'accroissement des revenus peut se traduire par une augmentation des dépenses et des revenus des entreprises, soutenant également la hausse du cours des actions. La principale différence étant que la politique budgétaire est avantageuse pour l'économie réelle autant que pour le marché des actifs pendant le processus. Le soutien budgétaire peut aider à rehausser la demande globale et contribuer à stabiliser les taux d'intérêt, aidant ainsi à limiter les bulles spéculatives des actifs. Bref, la politique budgétaire tend à créer une pression inflationniste liée à la consommation plus importante, ce qui compense la faiblesse des mesures monétaires. Compte tenu de la faiblesse structurelle actuelle, la TMM semble aller dans la bonne direction.

Enfin, du point de vue de l'économie politique, nous pensons que la TMM est également une exigence inhérente du populisme. Le populisme prend racine dans le fait que la part du revenu des travailleurs a graduellement diminué au cours des 20 dernières années. La classe moyenne américaine a été happée par la vague de mondialisation, et ses revenus ont diminué malgré la croissance de l'économie. Les outils de la politique monétaire n'ont pas été capables de redistribuer efficacement les avantages économiques et n'ont pas pu répondre aux problèmes des travailleurs moyens. La TMM est une réponse naturelle de la politique économique à la tendance plus générale du populisme. Si ces déséquilibres économiques persistent, les discussions sur la TMM se poursuivront.

<sup>1</sup>L'assouplissement quantitatif, aussi connu comme l'achat massif d'actifs, est une politique monétaire selon laquelle une banque centrale achète des montants prédéterminés d'obligations d'État ou d'autres actifs financiers afin d'injecter directement des liquidités dans l'économie.

## Conséquences

À titre de gestionnaires d'actifs, notre objectif n'est pas de défendre ni de réfuter la TMM, mais de nous préparer à d'éventuels changements de politique. Après tout, même une mauvaise politique peut être mise en place si elle obtient suffisamment de soutien politique. La question que nous nous posons est la suivante : si une version modérée de la TMM est mise en place, quelles seraient les conséquences potentielles sur les placements?

### 1 **L'économie se redresserait beaucoup plus rapidement et nous pourrions sortir du régime de la « nouvelle norme »**

Si la TMM fonctionne comme prévu et permet de synchroniser les politiques budgétaire et monétaire, on peut facilement s'attendre à ce que les mesures de relance fonctionnent beaucoup plus efficacement dans le creux du cycle économique. L'économie pourrait se redresser beaucoup plus rapidement et reprendre une trajectoire de croissance normale en peu de temps. La faiblesse persistante de la croissance, que nous appelons « nouvelle norme », pourrait être renversée. Il s'agit d'une excellente nouvelle pour les actions.

### 2 **Le contexte de faiblesse prolongée des taux d'intérêt prendra fin**

Si les taux d'intérêt sont un reflet naturel de la croissance nominale, une reprise plus rapide signifierait que les taux d'intérêt peuvent rompre avec leur tendance à la baisse à long terme. Si l'endettement de l'État est considéré comme un moyen d'augmenter l'épargne des entreprises et des ménages, il pourrait être soumis à moins de contraintes budgétaires. Par conséquent, l'économie pourrait être moins sensible aux variations des taux d'intérêt, et ainsi les taux pourraient augmenter. Le changement potentiel des attentes d'inflation découlant de la TMM pourrait faire en sorte que les taux d'intérêt dépassent les niveaux prévus. À court terme, cela serait passablement désavantageux pour les titres à revenu fixe. Cependant, à long terme, les investisseurs pourraient enregistrer des taux plus élevés sans prendre plus de risque. Par ailleurs, les taux d'intérêt sont également un facteur clé des ratios d'évaluation boursière. Les actions dont les ratios ont augmenté, mais qui n'offrent pas une croissance des bénéfices suffisante pourraient faire l'objet de pressions.

### 3 **Amélioration des déséquilibres structurels**

Si la TMM répond mieux à la demande populiste, cela pourrait améliorer les déséquilibres structurels comme l'inégalité des salaires. Les dépenses budgétaires liées à l'éducation et au perfectionnement professionnel pourraient faire augmenter la productivité et stimuler le potentiel économique à long terme. Tous ces changements pourraient créer un environnement politique moins polarisé et favoriser la stabilité politique. Encore une fois, à long terme, cela bénéficierait aux actions.

Les débats politiques sur la TMM sont loin d'être terminés et poursuivront certainement dans un futur proche. Comme tout changement de politique important, la mise en œuvre de la TMM peut comporter des obstacles importants et cacher des pièges. Cependant, si vous croyez en la TMM, voici un aspect très positif : la marge de manœuvre en matière de politique dont nous disposons actuellement pourrait être bien plus utile que ne le laisse croire la conception traditionnelle. Les investisseurs ont donc des raisons d'être rassurés quant au nombre réduit d'options de politique économique pouvant être utilisées pour le prochain repli et d'être plus optimistes quant au potentiel de rendement à long terme de leurs portefeuilles. ■



Les énoncés du présent document sont fondés sur des sources jugées fiables. Lorsque de tels énoncés sont fondés en partie ou en totalité sur des renseignements provenant de tiers, leur exactitude et leur exhaustivité ne sont pas garanties. Le présent document n'a pas pour but de fournir des conseils personnels financiers, juridiques, fiscaux ou de placement; il ne sert qu'à des fins d'information. Les graphiques et les tableaux sont utilisés à des fins d'illustration et ne reflètent pas des valeurs ou des variations futures. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. <sup>MD</sup> Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.