

## Les banques centrales et la justice sociale

Clément Fontan, Peter Dietsch et François Claveau

---



**Édition électronique**

URL : <http://journals.openedition.org/ethiquepublique/4856>

DOI : [10.4000/ethiquepublique.4856](https://doi.org/10.4000/ethiquepublique.4856)

ISSN : 1929-7017

**Éditeur**

Éditions Nota bene

Ce document vous est offert par Université de Sherbrooke



**Référence électronique**

Clément Fontan, Peter Dietsch et François Claveau, « Les banques centrales et la justice sociale », *Éthique publique* [En ligne], vol. 21, n° 2 | 2019, mis en ligne le 24 avril 2020, consulté le 04 septembre 2020. URL : <http://journals.openedition.org/ethiquepublique/4856> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/ethiquepublique.4856>

---

Ce document a été généré automatiquement le 4 septembre 2020.

Tous droits réservés

---

# Les banques centrales et la justice sociale

Clément Fontan, Peter Dietsch et François Claveau

---

## Introduction

- 1 Les objectifs qu'une société poursuit à travers ses institutions sont multiples : paix, protection de l'environnement, prospérité, justice sociale, stabilité des prix et stabilité financière – pour n'en nommer que quelques-uns. Les institutions qui promeuvent ces objectifs représentent ce que Rawls appelle la « structure de base de la société » (Rawls, 2001 : §3-4).
- 2 Des compromis doivent souvent être faits entre les différents objectifs d'une société, et différentes configurations institutionnelles produisent différents résultats. Dans le domaine macroéconomique, la division conventionnelle des tâches entre les institutions publiques est assez nette. Ainsi, les banques centrales ont un mandat relativement étroit et concentré sur la stabilité des prix, tandis que toute question de justice sociale et de redistribution du revenu et de la richesse relève de l'appareil gouvernemental et de la taxation en particulier.
- 3 Une telle division des tâches exerce un certain attrait quand les interdépendances entre les différents domaines politiques sont minimales. Par contre, quand les actions d'une institution publique produisent des effets secondaires significatifs pour la poursuite des objectifs d'une autre institution, ou quand une institution peine à réaliser seule son mandat, une division nette des tâches risque de ne plus produire un compromis idéal entre les différents objectifs. Les réponses des banques centrales à la crise financière de 2007-2008 soulèvent des interrogations de cette sorte.
- 4 Est-ce à dire que, aujourd'hui, nos sociétés devraient demander à leurs banques centrales de chercher à diminuer les inégalités de revenu et de richesse ? Après une section introduisant l'univers des banques centrales au néophyte, le présent article formule deux arguments pour l'attribution d'un rôle distributif aux banques centrales. Suit une discussion de cinq objections à cette proposition. Selon nous, il est prématuré

de conclure en faveur ou non de l'attribution d'un rôle distributif à la banque centrale, mais il est très important d'y réfléchir sérieusement. Plutôt que de suivre la communauté des banquiers centraux dans son rejet précoce de cette possibilité, notre texte articule l'état du débat et indique les pistes qui restent à explorer.

## Cours accéléré sur les banques centrales

- 5 Les mesures prises par les dirigeants des grandes banques centrales pour répondre à la crise financière de 2007 représentent une des plus grandes ruptures dans l'histoire moderne de ces institutions, qui jouent un rôle d'interface entre les marchés financiers et les gouvernements en tant qu'institutions publiques ayant le monopole de l'émission de monnaie depuis le début du XIX<sup>e</sup> siècle (Singleton, 2010).<sup>1</sup>
- 6 Avant la crise de 2007, le paradigme dominant depuis le début des années 1990 soutenait que l'indépendance des banques centrales était nécessaire pour atteindre l'objectif de contrôler l'inflation (Issing *et al.*, 2001). Selon les défenseurs de ce paradigme, la mise à distance des pressions politiques permet de renforcer la crédibilité des banques centrales et, par là, la stabilité des prix. Ce dernier effet mènerait lui-même à une croissance soutenable et au plein-emploi grâce à l'efficacité et à la stabilité des marchés (voir la section *Deuxième objection théorique*). Afin d'assurer la stabilité des prix, bien des banques centrales visaient de manière prioritaire une « cible » d'inflation, généralement définie autour de 2 %.
- 7 En matière de mise en œuvre de la politique monétaire, les banquiers centraux effectuaient principalement des opérations d'*open market*, qui consistent à prêter pour un temps restreint (généralement une semaine) un certain montant de liquidités aux banques commerciales à un certain taux d'intérêt en échange d'une mise en pension d'actifs financiers de bonne qualité détenus par les banques commerciales. En guise d'analogie, il faut donc imaginer les banques centrales comme les prêteurs à gage occasionnels des institutions financières. Notons aussi que les taux d'intérêt fixés par les banques centrales n'influencent l'économie qu'indirectement, c'est-à-dire par les opérations d'*open market*, qui influencent à leur tour la liquidité des banques commerciales.
- 8 Ce modèle impliquait une division du travail stricte entre les autorités monétaires et les autorités fiscales. Ainsi, la politique monétaire était considérée comme un domaine technique et apolitique, notamment car elle était considérée comme « neutre » sur le long terme, c'est-à-dire qu'elle n'a pas d'effet sur la croissance économique et qu'elle ne crée pas de gagnants et de perdants sur le moyen et long terme (voir la section *Deuxième objection théorique*).
- 9 Quand la crise financière éclata en 2007, les banques commerciales ne se faisaient plus suffisamment confiance pour se prêter entre elles et les canaux de transmission habituels de la politique monétaire furent rompus. Afin d'éviter une crise de liquidité (et dans les séquences ultérieures de la crise, un effondrement du système financier et de l'activité économique), les banquiers centraux ont endossé un rôle de « prêteur en dernier ressort » des États et des marchés financiers. En plus de réduire progressivement leur taux d'intérêt autour de zéro, les banques centrales ont mis en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles pour remplir le rôle d'intermédiation bancaire qui n'était plus assuré par le système bancaire et financier. Un des instruments principaux mis en œuvre par les banquiers centraux a été de vastes

programmes de rachat de titres (principalement des dettes souveraines) auprès des investisseurs financiers. Ici, le principal effet recherché est d'augmenter la valeur des titres financiers de bonne qualité (généralement les dettes souveraines) pour inciter les acteurs financiers à se tourner vers des investissements plus risqués et plus profitables, comme les prêts aux petites et moyennes entreprises (*wealth effect*). Il est généralement admis que ces instruments de politique monétaire ont engendré des conséquences distributives plus prononcées que ceux mis en œuvre avant la crise (voir la section *Responsabilité pour les effets secondaires*).

- 10 Cependant, malgré ce changement d'instruments, les banquiers centraux maintiennent que le rôle qu'ils jouent dans l'économie n'a pas fondamentalement changé. Notamment, même quand ils reconnaissent l'impact distributif important de la politique monétaire conventionnelle, ils ne considèrent pas qu'ils devraient se préoccuper de cet impact (Fontan, Claveau et Dietsch, 2016). Les sections suivantes reviennent sur ces arguments de manière critique.

## Les arguments pour une sensibilité distributive de la politique monétaire

- 11 Nous avançons deux arguments en faveur de la sensibilité de la politique monétaire aux enjeux distributifs. Le premier argument part de la prémisse qu'une institution publique devrait chercher à minimiser ses effets secondaires négatifs sur les objectifs d'autres institutions publiques. Le deuxième argument est qu'il faut réviser périodiquement la division des responsabilités macroéconomiques entre les institutions publiques en fonction de l'évolution des objectifs économiques de nos sociétés et des contraintes qui pèsent sur chaque institution.

### Responsabilité pour les effets secondaires

- 12 La politique monétaire devrait être évaluée par rapport à l'atteinte de ses objectifs explicites (principalement la stabilité des prix et la stabilité financière), mais l'évaluation ne devrait pas s'arrêter là. En effet, comme nous allons le voir dans cette section, la politique monétaire génère nécessairement des arbitrages entre plusieurs objectifs économiques. Si la politique monétaire génère des impacts négatifs sur d'autres objectifs collectifs, cela devrait être pris en compte dans sa formulation. Après tout, si un médecin échouait à prendre en compte les effets secondaires de sa prescription, elle serait pointée du doigt pour manque de professionnalisme. Les banques centrales, comme toute autre agence régulatrice, font aussi face à ce type de défis.
- 13 Pour systématiser les standards de cette évaluation, nous mobilisons la doctrine du double effet, dont une première formulation remonte à Thomas D'Aquin. Les formulations de cette doctrine varient (McIntyre, 2014) ; ici nous nous limitons à trois conditions *nécessaires* (Fontan, Claveau et Dietsch, 2016). Une action qui a des effets secondaires indésirables est justifiée seulement si elle respecte un :
- principe de non-intentionnalité : *L'effet secondaire négatif n'est pas celui qui est visé ;*
  - principe de proportionnalité : *L'effet secondaire négatif est largement compensé par les effets positifs de l'action ;*

- principe de la meilleure option connue : *Aucune autre action connue ne permet de produire les mêmes effets positifs sans engendrer moins de conséquences négatives.*
- 14 Il est largement admis que les politiques monétaires non conventionnelles déployées par les banques centrales à la suite de la crise financière de 2007 auraient eu un effet sur les inégalités économiques. Par exemple, Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre depuis 2013, a reconnu que « the distributional consequences of the response to the financial crisis have been significant » (2014), et Thomas Hoenig, de la Réserve fédérale américaine, a maintenu que « the longer it continues, the more dramatic the redistribution of wealth » (2011). Si l'on tient pour acquise la réalité de ces effets indésirables, nous pouvons utiliser la doctrine du double effet pour évaluer la situation.
- 15 Il y a des raisons de croire que le principe de non-intentionnalité est respecté. Vraisemblablement, les banquiers centraux ne cherchent pas à accroître les inégalités, mais plutôt à atteindre les objectifs inscrits dans leur mandat (la stabilité financière et la stabilité des prix) et d'autres objectifs plus stratégiques, comme maintenir leur bonne réputation.
- 16 Le respect du principe de proportionnalité est moins clair. Lors de l'introduction des politiques monétaires non conventionnelles, la promesse des banquiers centraux était qu'elles ne dureraient pas. Pour Andy Haldane (2014), il s'agissait presque d'une tautologie : « extra-ordinary monetary measures will of course not last forever ». Ce retour à la normale prend radicalement plus de temps que ce qui était annoncé. Dans la mesure où Hoenig a raison de dire que les effets inégalitaires des politiques « extraordinaires » deviennent plus dramatiques avec le temps, il arrivera bien un moment où elles ne seront plus contrebalancées par les effets positifs.
- 17 Le respect du troisième principe fait l'objet des doutes les plus sérieux. Les banquiers centraux ont systématiquement justifié leurs politiques non conventionnelles par un appel à TINA (*there is no alternative*)<sup>2</sup>. Si on peut leur accorder que l'urgence de l'action durant les turbulences financières majeures de 2007-2008 n'était pas des plus propices à une réflexion sur des instruments monétaires alternatifs, il n'est pas possible d'affirmer, plus d'une décennie après le début de la grande crise financière, qu'il n'existe aucune autre option. Nous en proposons plusieurs dans la section *Objection de faisabilité* du présent article.
- 18 Il nous faut reconnaître que bien des questions demeurent sur la viabilité de ces options. Il est donc prématuré d'affirmer que ces actions atteindraient les objectifs inscrits aujourd'hui dans les mandats des banques centrales en générant moins d'effets distributifs négatifs. Plus de recherche et d'expérimentation sont nécessaires pour évaluer ces options. Cependant, les banques centrales ne dirigent pas suffisamment leurs recherches sur ces options, bien que ce soient aujourd'hui les organisations dominantes dans le domaine de la recherche en économie monétaire (Claveau et Dion, 2018). À titre d'illustration, plus de 13 000 documents de travail (*working papers*) produits après 2007 sont indexés par la Banque des règlements internationaux. Parmi ces documents, seulement deux mentionnent *helicopter money* dans leur titre ou leur résumé (van Rooij et de Haan, 2016 ; Rocheteau, Weill et Wong, 2017)<sup>3</sup>. Dix ans après la crise, Mojmir Hampl et Tomas Havrenek notent : « Only a handful of studies examine the effects of helicopter money rigorously » (2018 : 14).

- 19 Cette situation est inacceptable au regard de la doctrine du double effet : si les banquiers centraux reconnaissent que les effets distributifs négatifs de leurs politiques sont significatifs, ils devraient assumer la responsabilité de diriger une partie de leur grande capacité de recherche vers l'examen d'options alternatives qui pourraient tout aussi bien atteindre leurs objectifs, sans engendrer d'inégalités. S'ils atteignent la conclusion que ces options représentent des solutions plausibles, ils ont la responsabilité, selon la doctrine du double effet, de les soumettre à l'expérience.

## Besoin d'un joueur supplémentaire

- 20 L'argument précédent est structuré autour de l'idée qu'un agent est responsable des effets indésirables de ses actions. Le deuxième argument pour une prise en compte de la dimension distributive par la politique monétaire se situe plus en amont. Devrions-nous revoir la division du travail entre les organisations publiques ? Voici des considérations en faveur de l'inscription, dans le mandat des banques centrales, de l'objectif de participer à l'effort de réduction des inégalités.
- 21 Tout d'abord, d'un point de vue historique, les inégalités de revenu et de richesse ont crû depuis les années 1970 dans les pays industrialisés, au point d'atteindre aujourd'hui des niveaux inédits depuis le *gilded age* des barons voleurs du début du XXe siècle (Saez et Zucman, 2019). Toutes les théories de la justice contemporaines considèrent qu'une partie de ces inégalités est causée par des facteurs arbitraires d'un point de vue moral, que ce soit les privilèges et avantages sociaux ou naturels de certains (par ex., Rawls, 1999 ; Dworkin, 1981) ou du fait de la violation des principes de la justice dans le passé (par ex., Nozick, 1974). Malgré ce consensus sur l'impératif moral de réduire les inégalités, nos sociétés stagnent, sinon reculent, sur ce plan. Les raisons pour cet état de fait sont multiples. Nous voulons attirer l'attention sur deux d'entre elles qui impliquent les *politiques fiscales*. En effet, le pouvoir fiscal, contrairement au pouvoir monétaire, a comme objectif explicite de lutter contre les inégalités, mais son effet redistributif s'est estompé dans les dernières décennies.
- 22 Premièrement, les décideurs politiques perçoivent de façon accentuée aujourd'hui que l'utilisation des politiques fiscales pour diminuer les inégalités est en tension avec d'autres objectifs, comme celui de maintenir un rythme élevé de croissance du produit intérieur brut. La crainte fréquemment entendue est qu'une fiscalité plus progressive ne soit pas propice à attirer les facteurs de production mobiles (le capital et les travailleurs qualifiés). Ces facteurs de production, qui sont concentrés entre les mains des plus nantis, peuvent magasiner leurs juridictions et les décideurs politiques sont donc incités à leur offrir une fiscalité avantageuse pour les attirer (Dietsch, 2015). Dans un contexte de concurrence fiscale, l'objectif de réduire les inégalités économiques passe souvent au second rang.
- 23 Deuxièmement, le public entretient une relation ambiguë avec la réduction des inégalités par la fiscalité. D'un côté, par exemple, une très large proportion des Canadiens ont un idéal de distribution de la richesse qui est beaucoup plus égalitaire que la distribution réelle (Institut Broadbent, 2014). De l'autre, des partis politiques se font élire tant au niveau fédéral que dans les provinces canadiennes avec des programmes promettant des réductions de taxes. Une raison de cette relation ambiguë est que la redistribution par la fiscalité est souvent présentée et perçue comme une action s'apparentant au vol : l'État prend le « juste gain » de l'un pour le transférer à

l'autre. Il est bien sûr important de se distancier de cette analogie : la distribution prétaxation n'est pas plus légitime que la distribution après l'intervention de l'État (Murphy et Nagel, 2002 ; Robichaud et Turmel, 2012). Il demeure qu'il serait avantageux, compte tenu de cette réticence à la taxation, d'utiliser des leviers pour lutter contre les inégalités qui ne passent pas par une plus grande ponction fiscale.

- 24 Dans ces circonstances, la politique monétaire, si elle peut influencer de façon systématique la distribution des revenus ou de la richesse, pourrait être un levier qui vient en appui à la politique fiscale. Sa pertinence viendrait d'abord du fait que le levier traditionnel de la fiscalité fait face à de sérieuses difficultés aujourd'hui, et ensuite du fait que la politique monétaire ne partage pas ces difficultés.
- 25 En particulier, une politique monétaire sensible aux inégalités ne procéderait pas en prenant concrètement aux uns pour donner aux autres ; il ne s'agirait pas d'une œuvre de *redistribution*. En effet, les banques centrales mettent en œuvre leurs politiques monétaires par une injection de liquidités sur les marchés financiers. Au lieu de placer la politique monétaire en aval de la distribution produite par les dynamiques de marché, on peut la présenter comme se situant en amont : elle modifie le pouvoir d'achat et d'épargne des ménages et conditionne ainsi les interactions à venir. Une politique monétaire sensible aux inégalités ne fait qu'assumer pleinement ses effets distributifs plutôt que de rester volontairement aveugle par rapport à ceux-ci, comme c'est le cas aujourd'hui.
- 26 Si la politique monétaire devient sensible aux inégalités, cela devra être effectué au moyen d'un cadre bien établi. Il pourra y avoir, entre autres, des règles dictant quand et à quel point dans le cycle économique les politiques non conventionnelles devraient viser une égalisation des revenus. La présence de ces règles fournit une autre raison en faveur d'une politique monétaire sensible aux inégalités : une fois créées, elles auront l'avantage de contribuer à stabiliser de façon automatique les revenus des moins nantis lors des ralentissements de l'économie. De la même façon que l'assurance emploi freine automatiquement la perte de revenu des travailleurs victimes du ralentissement, la politique monétaire contournera le laborieux processus politique d'allocation des dépenses en situation de crise économique.

## Analyse critique des objections

- 27 Les deux arguments présentés dans la section précédente donnent des raisons de demander explicitement aux banques centrales de se soucier des inégalités. Cependant, ces arguments se heurtent à une série d'objections, que nous présentons et analysons dans cette section.

### Première objection théorique : avoir trop d'objectifs implique que l'on n'en atteint aucun de façon fiable

- 28 Imaginons un mandat pour les banques centrales qui leur demande de tenir compte de considérations distributives dans leur politique – soit en exigeant qu'elles n'exacerbent pas les inégalités, soit en leur demandant de choisir des politiques monétaires qui réduisent les inégalités.

- 29 Les banquiers centraux formulent l'objection suivante à cette idée : toute tentative d'élargir leur mandat au-delà de l'objectif central de la stabilité des prix risque de nuire à l'efficacité de la politique monétaire. Bien entendu, la poursuite de deux objectifs au lieu d'un seul implique qu'il faudra faire des compromis entre ces deux objectifs. L'objection sous considération ici va plus loin. Elle suggère qu'un mandat pluridimensionnel rend l'objectif de la stabilité des prix plus difficile à atteindre, au-delà de la nécessité de faire des compromis<sup>4</sup>.
- 30 Il faut souligner d'emblée que cette objection est formulée dans le contexte états-unien avec le double mandat de la Fed qui exige le contrôle de l'inflation et du chômage. L'idée fondamentale est qu'une banque centrale avec un double mandat sera tentée d'utiliser des « surprises d'inflation » pour baisser le niveau de chômage, mais que cette tentative produira *in fine* une inflation supérieure au niveau optimal, en conséquence du phénomène d'« incohérence temporelle » (voir Kydland et Prescott, 1977 ; Barro et Gordon, 1983)<sup>5</sup>.
- 31 Comment cela fonctionne-t-il en théorie ? Dans un contexte où les salaires des travailleurs sont rigides à court terme, une surprise d'inflation produira une expansion économique en raison de la baisse du coût réel d'embauche des travailleurs. Cependant, si les agents sont rationnels, ils anticiperont les conséquences inflationnistes de l'expansion monétaire et ajusteront leurs attentes d'inflation à la hausse. La perte de crédibilité de la banque centrale en résultant entraînera alors un niveau d'inflation plus élevé<sup>6</sup>.
- 32 La réponse théorique à cette première variante de l'argument de l'incohérence temporelle consiste à soumettre la politique monétaire à une règle, par exemple un taux de croissance constant de la masse monétaire comme proposé par Milton Friedman (1969). Si une telle règle est envisagée, rien n'empêche qu'elle inclue une sensibilité à des considérations distributives. Il n'y a donc pas d'objection réelle jusqu'à maintenant à la proposition que les banques centrales deviennent sensibles aux inégalités.
- 33 Une deuxième variante de l'argument de l'incohérence temporelle a été développée dans les années 1980. Kenneth Rogoff (1985) soutient qu'une politique monétaire fondée sur une règle n'est pas souhaitable puisqu'elle risque d'être trop rigide en temps de crise. Il propose plutôt de nommer un banquier central conservateur qui, par sa réputation anti-inflationniste, est crédible auprès des agents économiques et, par là, immunisé contre l'incohérence temporelle. Cette crédibilité reste aussi compatible avec la mise en œuvre de politiques expansionnistes en temps de crise. Notons que la solution du « banquier central conservateur » exige un mandat à plusieurs objectifs dans la mesure où les banquiers centraux doivent avoir la discrétion de prendre en considération des objectifs alternatifs à la stabilité des prix quand la seule poursuite de celle-ci implique des coûts trop élevés. Même si Rogoff pensait aux répercussions négatives sur le chômage de la recherche de la stabilité des prix, rien n'empêche que d'autres objectifs (tels que la distribution des richesses) puissent être mis en balance avec l'objectif principal de stabilité des prix.
- 34 En somme, donc, peu importe si l'on considère l'argument de l'incohérence temporelle dans sa première formulation (les règles de politique monétaire) ou sa deuxième formulation (le banquier central conservateur), il reste compatible avec un mandat qui inclut une sensibilité à la distribution, contrairement à ce que les banquiers centraux



semblent suggérer. Dans le cas du banquier central conservateur à la Rogoff, une telle sensibilité semble même nécessaire. Cette objection théorique est réfutée.

## Deuxième objection théorique : neutralité de la monnaie à long terme

- 35 La deuxième objection théorique fréquemment émise par les banquiers centraux lorsque ceux-ci sont invités à lutter contre les inégalités économiques est liée à une conception particulière du rôle joué par la monnaie dans l'économie. Selon cette conception, les banques centrales peuvent atteindre leur objectif étroit de stabilité des prix sans engendrer de conséquences distributives dignes de mention. Nous présentons d'abord comment les banquiers centraux défendent la « neutralité » de leurs politiques monétaires, puis nous exposons les limites de ces arguments.
- 36 Les banquiers centraux conceptualisent la neutralité de la politique monétaire de deux manières. Tout d'abord, ils rejoignent le consensus en théorie monétaire qui reconnaît que si la politique monétaire a un rôle à jouer sur le court terme quand la demande est trop faible par rapport aux capacités productives de l'économie, elle n'a pas d'effets significatifs sur la croissance économique à moyen et long terme (Friedman, 1969 ; Issing *et al.*, 2001 ; et pour une critique : Forder, 2005). Cette thèse de la neutralité n'est pas celle qui nous intéresse ici. La neutralité pertinente pour nous est celle qui existe entre les groupes sociaux : les banquiers centraux affirment que la politique monétaire ne permet pas de favoriser un groupe plutôt qu'un autre sur le moyen et long terme. C'est ce type de neutralité distributionnelle qui est en lien direct avec le thème de ce texte.
- 37 Les banquiers centraux reconnaissent que la politique monétaire engendre toujours des effets distributifs à court terme, mais que ceux-ci se dissipent rapidement (Mersch, 2019). En effet, pour eux, les inégalités économiques sont causées par des facteurs économiques structurels (tels que l'impact différencié de la mondialisation économique et du commerce international sur les travailleurs en fonction de leur niveau d'éducation) sur lesquels la politique monétaire ne peut pas avoir d'impact (Bernanke, 2007). Plutôt que de chercher à limiter ces inégalités, la politique monétaire devrait se concentrer sur ses objectifs traditionnels puisque ses effets distributifs à court terme ne sont que d'une importance secondaire au regard des effets bénéfiques apportés par la stabilité des prix pour la société dans son ensemble (Mersch, 2019). Par un fascinant revirement de l'argument, on entend même parfois que la politique monétaire a, en fait, un effet distributif, mais à travers la stabilité des prix : cette stabilité des prix serait bénéfique aux plus défavorisés puisqu'ils seraient les premières victimes des épisodes inflationnistes (Stark, 2007).
- 38 Devons-nous accepter ces arguments ? Nous soulevons deux critiques à la neutralité distributionnelle des politiques monétaires à moyen et long terme. La première critique mobilise les modèles économiques les plus récents qui soulignent que les effets distributifs des politiques monétaires sont complexes plutôt que non-existants. La seconde critique se fonde sur des approches d'économie politique qui étudient les effets des politiques monétaires sur d'autres variables macroéconomiques, non incluses dans les modèles économiques existants.
- 39 La première critique porte sur les modèles utilisés par les économistes pour défendre la neutralité de la monnaie. En effet, la plupart des modèles utilisés avant la crise pour

analyser les effets distributifs des politiques monétaires reposaient sur le cadre de l'agent représentatif néokeynésien, qui suppose que les fonctions d'épargne et de consommation se comportent comme si elles suivaient les décisions d'un agent économique rationnel *unique*. Or l'hétérogénéité des ménages dans le monde réel a un impact sur les canaux de la politique monétaire (Kaplan, Moll et Violante, 2018). En effet, la distribution des richesses dans les pays occidentaux implique qu'une large portion des ménages dispose d'une richesse disponible proche de zéro. Les décisions économiques de ces ménages ne répondent pas aux variations des taux d'intérêt découlant des décisions prises par les banques centrales, mais plutôt à la variation de leurs revenus économiques. Les modèles incluant des agents hétérogènes montrent alors que les décisions de politiques monétaires influent sur les revenus des ménages de manière complexe et différenciée à travers plusieurs canaux distributionnels directs et indirects (Colciago, Samarina et de Haan, 2019 ; voir la section suivante). Dans la prochaine section, nous étudions l'application de ces nouveaux modèles sur les programmes de rachat de titres, qui engendrent bel et bien des effets distributifs même si ceux-ci restent ambigus.

- 40 La seconde critique souligne que le caractère bénéfique de la stabilité des prix ne peut pas être évalué isolément des autres phénomènes économiques. Ainsi, dans la période de l'après-guerre, l'Allemagne de l'Ouest a connu de manière simultanée de faibles taux d'inflation et de chômage grâce à son modèle économique fondé sur une bonne compétitivité à l'export ainsi que sur une forte coordination institutionnelle entre les politiques monétaires de la *Bundesbank* et le système de négociation salariale centralisée avec des syndicats puissants. Or, à la suite de la création de la zone euro, l'imitation du modèle allemand de stabilité des prix était moins bénéfique pour les autres pays européens où la coordination salariale et les performances à l'export sont plus faibles (Espagne, Italie, France, Grèce, Portugal ; Hall et Franzese, 1998 ; Baldwin et Giavazzi, 2015). Par ailleurs, lorsque les dettes publiques se situent à des niveaux relativement élevés comme aujourd'hui, l'inflation peut avoir des effets redistributifs tendant à diminuer le poids des patrimoines issus du passé et, par là, les niveaux d'inégalités à moyen et long terme (Piketty, 2014 : chapitre 3).
- 41 Les politiques monétaires tournées vers la stabilité des prix ont aussi eu des effets sur des phénomènes économiques plus larges tels que la financiarisation de nos économies (Epstein, 2005). En effet, la baisse continue des niveaux d'inflation dans les années 1980 a favorisé l'expansion des marchés financiers et, par le fait même, leur place centrale dans nos économies (Krippner, 2012). Cette place centrale a ensuite permis aux opérateurs financiers d'accaparer une part croissante des richesses économiques, et par là, d'aggraver la concentration des gains économiques vers les ménages les plus favorisés (Godechot, 2007). La centralité et l'interpénétration des marchés financiers dans nos économies leur permettent aussi de « sécuriser » ces gains dans le temps, car les effets de contagion des krachs financiers sur l'économie réelle sont trop coûteux (pouvoir structurel de la finance) et les canaux de transmission des politiques monétaires des banques centrales sont dépendants de leur bon fonctionnement (pouvoir infrastructurel) (Braun, 2018). Selon cette approche, la financiarisation de nos économies permet aux opérateurs financiers de « privatiser » les bénéfices en temps d'expansion financière et de « socialiser » les pertes en temps de crise financière. Cette dynamique n'est pas présente dans les modèles macroéconomiques.

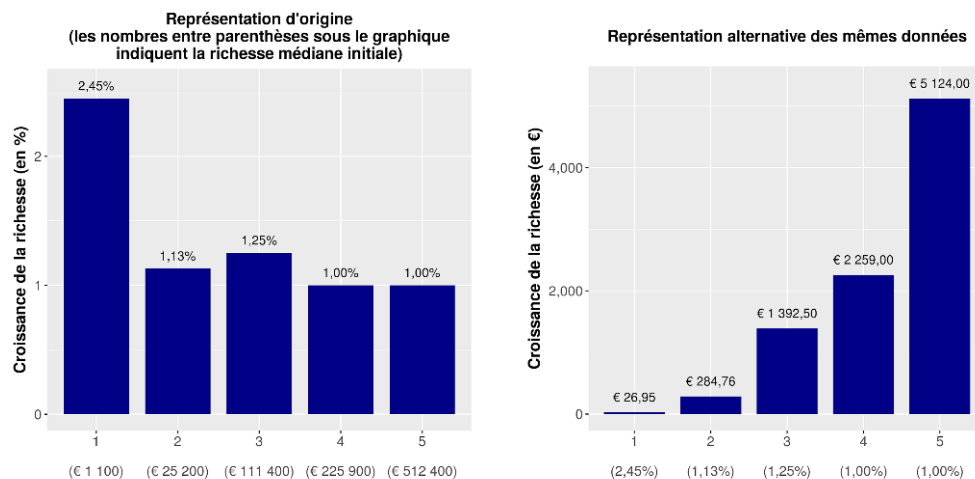
- 42 En somme, les débats scientifiques indiquent que les effets distributifs de la politique monétaire sont complexes et ambigus, y compris sur le moyen et long terme, plutôt que non-existants comme l'affirment encore trop régulièrement les banquiers centraux. Pour mieux identifier les groupes sociaux qui sont gagnants ou perdants des politiques monétaires dans chaque zone monétaire, les économistes et les banquiers centraux devraient continuer à étudier les canaux distributifs des politiques monétaires grâce à des modèles dans lesquels les agents ne sont pas homogènes, tout en prenant du recul sur ces mêmes modèles afin de considérer l'impact des régimes monétaires sur des dynamiques macroéconomiques plus larges, telle la financiarisation.

### **Objection empirique : il n'y a pas d'effets inégalitaires significatifs, même en contexte « extraordinaire »**

- 43 Jusqu'à maintenant notre discussion a présupposé qu'il est *empiriquement* démontré que les politiques monétaires dites « non conventionnelles » ont des effets inégalitaires significatifs. Nous avons vu que ces effets étaient reconnus par des membres influents de la communauté des banquiers centraux (voir Fontan, Claveau et Dietsch, 2016 pour une liste plus exhaustive).
- 44 Quelques contributions récentes mettent en doute cette conclusion. En particulier, deux documents de travail par des économistes de la Banque centrale européenne (BCE) concluent exactement l'inverse : « Expansionary monetary policy, both standard and non-standard, tends to reduce income and wealth inequality » (Ampudia *et al.*, 2018 : 33 ; voir aussi Lenza et Slacalek, 2018).
- 45 Qu'est-ce qui se dégage plus généralement de la recherche ? Une récente recension de la littérature sur le lien entre politique monétaire et inégalités peint un portrait plus nuancé que celui des économistes de la BCE (Colciago, Samarina et de Haan, 2019). D'un côté, cette recension ne trouve pas dans la littérature empirique une base probante solide pour corroborer la thèse largement répandue que les politiques monétaires non conventionnelles ont exacerbé les inégalités de revenu et de richesse. De l'autre, elle ne va pas aussi loin que les économistes de la BCE, puisqu'elle n'affirme pas que l'effet général est exactement l'inverse de ce qui est largement accepté.
- 46 Plus précisément, deux grands canaux aux effets opposés expliqueraient que la résultante serait parfois d'augmenter et parfois de réduire les inégalités, si l'on en croit la recension d'Andrea Colciago, Anna Samarina et Jakob de Haan. Dans le cas de la distribution des *revenus* (Colciago, Samarina et de Haan, 2019 : 21-22), l'effet « direct » principal des politiques non conventionnelles serait de faire croître la valeur des actifs financiers, ce qui augmenterait les inégalités puisque ces actifs sont possédés de façon disproportionnée par les nantis. Il y aurait toutefois un effet « indirect » non négligeable diminuant les inégalités par la stimulation de l'économie : une politique monétaire expansionniste diminuerait le chômage et stimulerait les salaires, ce qui bénéficie principalement aux moins privilégiés. Le résultat combiné sur la distribution de la *richesse* dépendrait cette fois de la distribution et de la composition des actifs et des dettes des ménages (Colciago, Samarina et de Haan, 2019 : 23). En particulier, si la propriété immobilière est largement distribuée dans la population, une augmentation des prix de l'immobilier contribuerait généralement à une diminution des inégalités de richesse (mesurées par le coefficient de Gini par exemple), tandis qu'une augmentation de la valeur des actifs financiers aurait un effet inégalitaire.

- 47 Sur la base du diagnostic offert par cette recension, nous offrons deux types de réponses à ceux qui seraient tentés de maintenir que les politiques monétaires non conventionnelles n'engendrent pas d'effets inégalitaires significatifs.
- 48 Notre première réponse est qu'il y a de solides raisons de prendre ce diagnostic avec une dose de scepticisme. Premièrement, en ce qui a trait aux inégalités de revenu, la distinction entre effets « directs » et « indirects » signale que l'un est plus facile à mesurer que l'autre.<sup>7</sup> Les effets directs portent sur l'augmentation de la valeur des actifs financiers, un résultat que personne ne conteste. Les effets indirects passent par la stimulation de l'économie. Ici, l'attribution de la responsabilité à la politique monétaire est beaucoup plus difficile. Peut-on avec confiance affirmer qu'une intervention monétaire a causé un niveau déterminé d'emploi ? On se doit de douter des méthodes actuelles pour mesurer cet effet. Par exemple, une étude récente montre que la stratégie d'identification des effets utilisée par la BCE est invalide (Elbourne et Ji, 2019). Les auteurs de cette étude ont remplacé par des nombres aléatoires les valeurs associées à la politique monétaire dans le modèle utilisé par la BCE. Si les changements macroéconomiques attribués à la politique monétaire sont réels, on s'attendrait à ce que les résultats des modèles avec des valeurs aléatoires soient systématiquement différents de ceux partant des valeurs appropriées. Bien au contraire, l'étude découvre que les séries temporelles produites avec des données aléatoires sont statistiquement indiscernables des séries produites avec les bonnes données. À la suite de telles révélations, il est difficile d'accorder beaucoup de poids à l'argument de la BCE selon lequel les effets indirects sur l'emploi de ses politiques ont été tellement forts qu'ils ont clairement contrebalancé les effets directs et inégalitaires dus à l'augmentation de la valeur des actifs financiers.

Figure 1 : Deux représentations de l'effet allégué des politiques de la BCE sur la richesse médiane de chaque quintile (les données et la représentation de gauche viennent d'un papier d'économistes de la BCE : Ampudia et al., 2018 : fig. 4)



- 49 Deuxièmement, les mesures des inégalités utilisées dans la littérature en économie monétaire ne correspondent probablement pas à ce que l'on souhaite qualifier de distributions plus ou moins inégalitaires. Prenons le panneau de gauche de la figure 1 comme exemple tiré de Ampudia et collaborateurs (2018 : fig. 4). Elle rapporte les résultats d'une simulation de l'impact des politiques de la BCE sur la distribution de la richesse (on trouve des résultats semblables pour les revenus dans Lenza et Slacalek,

2018 : fig. 8). Selon les auteurs, ces résultats devraient nous amener à conclure que les actions de la BCE ont diminué les inégalités de richesse. La représentation en pourcentage cache une disparité énorme dans les croissances en valeurs monétaires (figure 1 : schéma de droite) : 2,5 % de 1 100 euros (€) ne correspond même pas à une augmentation de 30 € pour le quintile inférieur, tandis que la richesse médiane du quintile supérieur s'accroît de plus de 5 000 € ! Bien que cette augmentation simulée est associée à un léger fléchissement de l'indice de Gini, il ne semble pas approprié de la célébrer comme une contribution à la diminution des inégalités de revenu<sup>8</sup>.

- 50 Troisièmement, la littérature sur les effets inégalitaires de la politique monétaire souffre d'un manque de précision quant au scénario contrefactuel qui est considéré (Bivens, 2015). En effet, toute affirmation causale implique un scénario contrefactuel : une politique monétaire donnée aura des effets inégalitaires ou non *en comparaison* d'une autre politique. Par exemple, on peut se demander ce qu'a été l'effet sur la distribution des revenus du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed comparativement à une action qui se serait limitée à garder le taux directeur le plus proche possible de zéro. La mesure de cet effet ne sera, par contre, pas la même si le scénario contrefactuel inclut la substitution de l'action monétaire par un stimulus fiscal. En général, la littérature présume le premier type de scénario contrefactuel (c'est-à-dire, un scénario où rien ne se passe). Elle peut donc être vue comme surévaluant les effets « indirects » qui passent par une stimulation de l'économie si l'on considère que la décision ne se situe pas entre l'assouplissement quantitatif et le statu quo, mais plutôt entre l'assouplissement quantitatif et une autre forme de stimulation de l'économie.
- 51 Cette dernière remarque nous permet de migrer vers l'autre type de réponses que nous voulons offrir à l'objection. Imaginons que, malgré les raisons énoncées ci-dessus, la recherche future consolide la conclusion selon laquelle les politiques monétaires non conventionnelles n'ont pas d'effets inégalitaires significatifs. Cette conclusion mettra à mal l'argument à propos de la responsabilité des effets secondaires : si les politiques monétaires n'ont pas d'effets collatéraux négatifs sur les inégalités, la doctrine du double effet n'aura aucune prise. En revanche, l'argument du levier supplémentaire demeurera pertinent. En particulier, la distinction entre effets directs et indirects dans la littérature indique que, même si l'effet cumulatif des politiques monétaires connues n'était pas d'exacerber les inégalités de revenu, il est possible d'éviter de produire certains effets inégalitaires. Par exemple, une politique monétaire qui ne passerait pas par l'achat d'actifs financiers ne contribuerait pas à la croissance des prix de ceux-ci. Si elle passait par une injection de monnaie auprès des particuliers, elle pourrait générer l'effet égalisant *indirect* par la stimulation de l'économie ainsi qu'un effet égalisant *direct* par la simple augmentation des ressources financières des moins nantis.
- 52 En somme, comme la littérature empirique sur les effets des politiques monétaires non conventionnelles sur les inégalités est jeune, il faut éviter de fermer le dossier rapidement sur la base de quelques études nous disant que des canaux « indirects » (et donc difficilement mesurables) ont des effets égalisateurs si forts que l'effet général n'est pas préoccupant. Si cette littérature a établi quelque chose jusqu'à maintenant, c'est que la politique monétaire influence la distribution des revenus et de la richesse par de nombreux canaux ; Colciago, Samarina et de Haan en listent six (2019 : 5). Il s'agit maintenant de mieux comprendre comment différentes politiques monétaires,

certaines déjà essayées et d'autres toujours dans les cartons, influencent ces distributions par l'entremise des canaux identifiés.

### Objection de faisabilité : des instruments inadaptés

- 53 Les banquiers centraux maintiennent que, même s'ils voulaient utiliser la politique monétaire pour lutter contre les inégalités, ils ne disposent pas des instruments appropriés. La manipulation des taux d'intérêt aurait un effet imprécis sur la distribution des richesses étant donné la multiplicité des canaux distributifs par lesquels la politique monétaire opère (voir l'objection précédente : *Objection empirique*). La fixation des taux d'intérêt a pour but d'avoir un impact sur les agrégats macroéconomiques et non de viser un groupe d'acteurs économiques en particulier. Par exemple, Sarah Raskin de la Federal Reserve admet que la politique monétaire a peu d'effets sur le type d'emploi créé et qu'elle ne peut répondre aux problèmes que doivent affronter les personnes employées à faibles revenus (Raskin, 2013). Ben Bernanke précise qu'étant donné ces limitations, la contribution la plus significative de la politique monétaire à la lutte contre les inégalités consiste à accompagner les dynamiques de croissance avec « l'espoir que la marée montante soulève tous les bateaux » (Bernanke, 2012). En somme, pour les banquiers centraux, leur seule contribution possible à la lutte contre les inégalités est de maintenir une croissance économique non inflationniste afin d'augmenter le niveau d'emploi.
- 54 Cette objection des banquiers centraux est surprenante au regard de la diversité des nouveaux instruments mis en œuvre pour répondre à l'instabilité des marchés financiers. Ainsi, les banques centrales ont racheté des catégories de titres financiers spécifiques (produits structurés, bons du Trésor, obligations et actions d'entreprises) pour stabiliser les segments des marchés les plus instables (Braun, 2018). La BCE a aussi essayé de contrôler l'utilisation de la liquidité fournie aux banques commerciales en la conditionnant à un financement de l'économie réelle, sans réel succès cependant (Fontan, 2018). Si aucun de ces instruments n'a le potentiel de réduire les inégalités économiques, leur mise en œuvre montre que les banques centrales peuvent être suffisamment agiles dans leur création monétaire pour atteindre des buts spécifiques. Nous nous tournons maintenant vers des instruments ayant le potentiel de lutter contre les inégalités qui n'ont pas été mis en œuvre par les banques centrales depuis la crise financière, ou qui n'ont pas atteint une ampleur suffisante.
- 55 L'intervention la plus directe des banques centrales consisterait à créditer les comptes bancaires des ménages les moins aisés d'une certaine somme. La provision directe de liquidités aux agents économiques par les banques centrales est connue sous le nom d'*helicopter money*. Cette proposition a été émise pour la première fois par Friedman (1969) pour lutter contre les risques déflationnistes. La banque centrale crée simplement des liquidités et la distribue aux agents économiques qui n'ont pas de compte chez elle, sans aucune contrepartie. Cette absence de contreparties la distingue ainsi des opérations d'*open market* classiques ou des programmes de rachats de titres. Dans le cas d'un *helicopter money* cherchant à lutter contre les inégalités, les liquidités seraient orientées en priorité vers les ménages les moins bien nantis.
- 56 Si cette option a le potentiel de pouvoir corriger les inégalités de pouvoir d'achat entre les ménages les plus aisés et les moins bien nantis sur une courte période, elle soulève néanmoins des questions de faisabilité technique. Il faut, par exemple, un moyen pour

la banque centrale de transmettre efficacement les liquidités aux citoyens. L'option de l'*helicopter money* soulève aussi des questions de nature fondamentalement politique : est-ce que l'ensemble des citoyens et des citoyennes les plus modestes d'une zone monétaire donnée devrait être considéré ? Devrait-on inclure les résident(e)s non nationaux et les mineur(e)s ? Le montant de l'aide devrait-il être conditionnel à la taille du foyer ? Comment calculer le montant des transferts monétaires en fonction des revenus des ménages ? Pour répondre à ces questions, les banques centrales devront nécessairement se coordonner avec les autorités fiscales élues.

- 57 Une option de lutte contre les inégalités moins directe consisterait à faire en sorte que les banques centrales financent soit leurs gouvernements, soit des organismes publics qui, par la suite, développent des projets avec des objectifs de justice sociale. La première option a été la réponse principale des banques centrales à la crise (programmes de rachats de dette souveraine), mais l'accroissement de la marge de manœuvre budgétaire n'a pas entraîné un développement significatif des programmes de lutte contre les inégalités économiques. En effet, même si leurs banques centrales les soutiennent financièrement, les gouvernements restent contraints par les logiques de concurrence fiscale entre États dans un monde où les capitaux circulent librement (voir la section *Besoin d'un joueur supplémentaire*). La deuxième option a aussi été mise en œuvre dans l'Union européenne mais à très petite échelle. Ainsi, la BCE a inclus les obligations émises par la Banque européenne d'investissement (BEI) dans sa liste de titres acceptés en contrepartie des opérations monétaires en 2009. Cependant, les obligations émises par l'ensemble des institutions publiques nationales et supranationales ne représentent que 10 % des rachats de titres de la BCE, qui ne peut pas détenir plus de 50 % des obligations émises par une de ces institutions. De plus, les projets financés par la BEI ne sont pas encore liés à des objectifs de justice sociale, mais plutôt au soutien des petites et moyennes entreprises et au financement d'infrastructures de transport. Afin de lutter contre les inégalités économiques, le financement des institutions publiques par les banques centrales pourrait être accru et les projets de celles-ci redirigés vers des objectifs de justice sociale (par exemple, le financement de la construction des logements sociaux, de projets éducatifs ou de reconversion professionnelle à destination des publics les moins bien lotis).
- 58 Enfin, la troisième et dernière option de lutte contre les inégalités consiste en une distribution de liquidité des banques centrales aux banques commerciales sous condition de leur utilisation à des fins de justice sociale. Dans ce cas, les autorités gouvernementales fixent les objectifs et les secteurs prioritaires à soutenir, et les banquiers centraux s'assurent que les banques commerciales redirigent bien les liquidités fournies vers ces secteurs. Ces « politiques de crédit » ont été un des instruments principaux des banques centrales des pays occidentaux industrialisés dans les années 1950-1960 pour soutenir les efforts de reconstruction et de développement économiques (Ryan-Collins et van Lerven, 2018 ; Monnet, 2018)<sup>9</sup>. À cette époque, les politiques monétaires ne se distinguaient pas des politiques de crédit. L'ère de la Banque centrale indépendante a mené à l'abandon de ces politiques de crédit dans les pays occidentaux, mais elles restent d'actualité dans les pays où les gouvernements ont leur mot à dire sur les objectifs des politiques monétaires, comme en Corée du Sud ou en Chine. Un des obstacles principaux à cette option dans les pays industrialisés aujourd'hui tient au pouvoir accru des banques commerciales et à leurs préférences divergeant des objectifs gouvernementaux. En effet, une forte cohésion et un certain degré de coordination entre les autorités gouvernementales, les banquiers centraux et



les banques commerciales sont requis pour assurer la bonne transmission des liquidités aux secteurs prioritaires. Lorsque les banques commerciales bénéficient d'un haut degré d'autonomie, elles peuvent refuser de souscrire aux offres de liquidités attachées à une conditionnalité, jusqu'à ce que les banques centrales cèdent et abandonnent leurs conditions, comme ce fut le cas avec les *Long Term Refinancing Operations* de la BCE en 2016 (Dietsch, Claveau et Fontan, 2018 : 64-68).

- 59 En somme, les banquiers centraux disposent bel et bien d'outils monétaires pouvant participer à la réduction des inégalités économiques. On peut cependant répondre que les banquiers centraux ne disposent pas de la légitimité politique nécessaire pour assumer les choix distributifs inhérents à ceux-ci. Cette objection est couverte dans la prochaine section.

### **Objection politique : illégitimité de décisions politiques par une agence indépendante**

- 60 Dans son livre *Unelected Power* (2018), Paul Tucker, l'ancien gouverneur adjoint de la Banque d'Angleterre, souligne que le défi principal pour les banques centrales aujourd'hui est leur manque de légitimité démocratique. Certaines de leurs actions aujourd'hui vont au-delà de décisions technocratiques et provoquent la critique de type « pas de régulation sans représentation » (Tucker, 2018 : 12).
- 61 La proposition de donner des compétences distributives aux banques centrales risque de renforcer leur manque de légitimité démocratique. C'est le cas pour les deux arguments en faveur d'un rôle explicitement distributif – responsabilité pour les effets secondaires et la banque centrale comme joueur supplémentaire (voir la section *Les arguments pour une sensibilité distributive de la politique monétaire*) – mais surtout pour le second argument. Comment répondre à ce problème ? Une banque centrale avec compétences distributives devrait-elle renoncer à l'indépendance dans la formulation de sa politique ? (voir aussi van't Klooster, 2020)
- 62 Nous répondrons à cette objection en trois temps. Tout d'abord, il est important de souligner que notre propos ne changerait rien au fait que la politique monétaire touche déjà à des enjeux qui devraient être ouverts à la délibération démocratique. Depuis la crise financière de 2008, la plupart des banquiers centraux aujourd'hui reconnaissent que leurs politiques monétaires ont eu un impact distributif significatif (p. ex. Carney, 2014). Continuer à prétendre que la banque centrale est une institution neutre n'est qu'une stratégie d'autruche par rapport aux dilemmes engendrés par les réponses des banques centrales à la crise, qui devraient être ouverts à la délibération démocratique. Évidemment, cette observation ne diminue pas les problèmes liés à la délégation de responsabilités additionnelles à une agence indépendante, mais elle suggère que les propositions analysées dans ce texte ne sont pas si différentes du *statu quo* à cet égard.
- 63 Deuxièmement, avant de rejeter un scénario dans lequel une banque centrale indépendante a des compétences distributives, il faut comparer ce scénario aux autres options. S'il est vrai, ce qui semble plausible, que la politique monétaire aujourd'hui a nécessairement un impact distributif non négligeable, ceci nous impose de faire un choix entre deux maux. Soit l'indépendance de la banque centrale est conservée, mais il faut accepter le coût du manque de légitimité démocratique, soit on renonce à une certaine indépendance, mais il faut accepter les risques contre lesquels les arguments



en faveur de l'indépendance des banques centrales ont été construits (voir la section *Cours accéléré sur les banques centrales*). Le bon choix n'est pas évident.

- 64 Troisièmement, il est envisageable de circonscrire l'indépendance d'une banque centrale d'une manière qui la protège aux fins de la politique monétaire tout en atténuant le déficit démocratique. Nous mentionnons ici deux façons :
- 65 a) Inspiré par la littérature sur les règles de politique monétaire (voir la section *Première objection théorique*), il est envisageable de formuler une règle qui spécifie comment la banque centrale doit tenir compte des enjeux distributifs. Formulée par le Parlement, cette règle serait dotée de la légitimité démocratique nécessaire. En revanche, tout comme les règles de politique monétaire à la Friedman, elle aurait le désavantage de ne pas laisser de marge discrétionnaire en temps de crise<sup>10</sup>.
- 66 b) On peut imaginer une division des tâches entre la banque centrale et les instances politiques qui réduit la force de l'objection du déficit démocratique. Par exemple, si la BCE songe à un achat de titres (*quantitative easing*) pour soutenir les marchés de crédit ou pour stimuler l'économie, il serait possible que la BCE décide de l'ampleur du stimulus tandis que sa « direction », c'est-à-dire la sélection des titres qui seront achetés, relève du Parlement européen. Les détracteurs d'un tel arrangement soutiendront que le stimulus monétaire serait transformé en exercice politique. Cette objection ignore que les achats de titre des banques centrales reposent d'ores et déjà sur des choix politiques (Dietsch, Claveau et Fontan, 2018 : 31-32).
- 67 Ceci étant dit, notre propos ne répond au souci de Paul Tucker que partiellement. Même si le transfert de compétences distributives à la banque centrale est motivé par l'impact distributif de cette même institution, il demeure que ce transfert accroît le rôle et donc le pouvoir d'une institution composée de membres non élus. Est-ce souhaitable ? Quel serait l'impact d'un mandat sensible à la distribution pour les banques centrales sur la politique fiscale des États ? Existe-t-il des effets de substitution entre les deux arènes politiques (Green et Lavery, 2015 : 906) ? Il nous faudra des réponses à ces questions avant de pouvoir donner une réponse bien fondée au défi lancé par Tucker.

## Conclusion

- 68 Dans cet article, nous avons articulé deux arguments visant à convaincre que les banques centrales prêtent plus d'attention aux implications distributives des politiques monétaires. En mobilisant la doctrine du double effet, nous montrons que la responsabilité des banquiers centraux quant aux effets distributifs de leurs politiques monétaires non conventionnelles est engagée (section *Responsabilité pour les effets secondaires*). De plus, étant donné que le levier traditionnel de la fiscalité fait face à de sérieuses difficultés aujourd'hui, l'appui des banques centrales pourrait être décisif pour la réduction des inégalités économiques (section *Besoin d'un joueur supplémentaire*).
- 69 Nous avons aussi évalué les arguments soulevés par les banquiers centraux *contre* cette proposition. Nous n'avons pas trouvé que leurs objections sont décisives. En particulier, nous avons rejeté leurs deux objections théoriques : la multiplicité d'objectifs ne rend pas forcément la politique monétaire moins efficace (section *Première objection théorique*) et celle-ci n'est pas neutre d'un point de vue distributif sur le moyen et le long terme (section *Deuxième objection théorique*). Les trois autres objections requièrent

la poursuite de la recherche et de la réflexion : il est clairement prématuré de conclure sur la base des recherches empiriques que même les politiques monétaires non conventionnelles n'accroissent pas les inégalités (section *Objection empirique*) ; les banquiers centraux pourraient développer des outils monétaires adaptés pour lutter contre les inégalités, mais ceux-ci ne sont pas encore prêts à l'emploi (section *Objection de faisabilité*) ; et les banques centrales ne seraient pas forcément illégitimes de poursuivre de telles tâches distributives, excepté qu'il faut repenser les contrôles politiques sur leurs activités (section *Objection politique*). En somme, ce texte veut inciter toutes celles et tous ceux qui ont à cœur la réduction des inégalités économiques à réfléchir sérieusement à la possibilité que les banques centrales mettent l'épaule à la roue.

---

## BIBLIOGRAPHIE

- AMPUDIA, Miguel *et al.* (2018), « Monetary Policy and Household Inequality », *ECB Working Paper Series*, n° 2170, Francfort-sur-le-Main, European Central Bank, [en ligne], <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2170.en.pdf> (consulté le 30 janvier 2020).
- BALDWIN, Richard et FRANCESCO GIAVAZZI (2015), « The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions », *Policy Insight*, n° 85, Center for Economic Policy Research.
- BARRO, Robert J. et DAVID B. GORDON (1983), « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model », *Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 4, p. 589-610.
- BRAUN, Benjamin (2018), « Central banking and the infrastructural power of finance: the case of ECB support for repo and securitization markets », *Socio-Economic Review*, [en ligne], <https://doi.org/10.1093/ser/mwy008> (consulté le 31 janvier 2020).
- BERNANKE, Ben S. (2007), « The Level and Distribution of Economic Well-Being ». Discours du 6 février 2007 devant The Greater Omaha Chamber of Commerce, Board of Governors of the Federal Reserve System, [en ligne], <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070206a.htm> (consulté le 31 janvier 2020).
- BERNANKE, Ben S. (2012), « Monetary Policy and the State of the Economy », 18 juillet 2012.
- BIVENS, Josh (2015), « Gauging the impact of the Fed on inequality during the Great Recession », *Working Paper*, n° 12, Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, [en ligne], [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/Josh\\_Bivens\\_Inequality\\_FINAL.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/Josh_Bivens_Inequality_FINAL.pdf) (consulté le 31 janvier 2020).
- CARNEY, Mark (2014), « Inclusive Capitalism: Creating a Sense of the Systemic », Conference on Inclusive Capitalism, Londres, 27 mai, [en ligne], [www.bis.org/review/r140528b.htm](http://www.bis.org/review/r140528b.htm) (consulté le 2 février 2020).
- CLAVEAU, François et JÉRÉMIE DION (2018), « Quantifying Central Banks' Scientization: Why and How to Do a Quantified Organizational History of Economics », *Journal of Economic Methodology*, vol. 25, n° 4, p. 349-366, [en ligne], <https://doi.org/10.1080/1350178X.2018.1529216> (consulté le 2 février 2020).

- COLCIAGO, Andrea, Anna SAMARINA et Jakob DE HAAN (2019), « Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality : A Survey », *Journal of Economic Surveys*, vol. 33, no 4, p. 1199-1231, [en ligne], <https://doi.org/10.1111/joes.12314> (consulté le 31 janvier 2020).
- DIETSCH, Peter (2015), *Catching Capital - The Ethics of Tax Competition*, Oxford University Press, Oxford.
- DIETSCH, Peter, François CLAVEAU et Clément FONTAN (2018), *Do Central Banks Serve the People?*, Cambridge, Polity Press.
- DWORKIN, Ronald (1981), « What is Equality? Part 2: Equality of Resources », *Philosophy & Public Affairs*, vol. 10, n° 4, p. 283-345.
- ELBOURNE, Adam et Kan JI (2019), « Do SVARs identify unconventional monetary policy shocks? » *CPB Discussion Paper*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, [en ligne], <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Discussion-Paper-391-Do-SVARs-identify-unconventional-monetary-policy-shocks.pdf> (consulté le 31 janvier 2020).
- EPSTEIN, Gerald A. (2005), *Financialization and the World Economy*, Camberley, Edward Elgar Publishing.
- FONTAN, Clément (2018), « Frankfurt's double standard : the politics of the European Central Bank during the Eurozone crisis », *Cambridge Review of International Affairs*, vol. 31, n° 2, p. 162-182, [en ligne], <https://doi.org/10.1080/09557571.2018.1495692> (consulté le 31 janvier 2020).
- FONTAN, Clément, François CLAVEAU et Peter DIETSCH (2016), « Central Banking and Inequalities: Taking Off the Blinders », *Politics, Philosophy & Economics*, vol. 15, n° 4, p. 319-357.
- FORDER, James (1998), « Central Bank Independence – Conceptual Clarifications and Interim Assessment », *Oxford Economic Papers*, vol. 50, n° 3, p. 307-334.
- FORDER, James (2005), « Why Is Central Bank Independence So Widely Approved? », *Journal of Economic Issues*, vol. 39, n° 4, p. 843-865, [en ligne], <https://doi.org/10.1080/00213624.2005.11506857> (consulté le 31 janvier 2020).
- FRIEDMAN, Milton (dir.) (1969), « The Optimum Quantity of Money », dans *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago, Aldine Publishing Company.
- FULLER, Gregory W., Alison JOHNSTON et Aidan REGAN (2019), « Housing prices and wealth inequality in Western Europe », *West European Politics*, vol. 43, n° 2, p. 1-24, [en ligne], <https://doi.org/10.1080/01402382.2018.1561054> (consulté le 31 janvier 2020).
- GODECHOT, Olivier (2007), *Working rich. Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Paris, La Découverte.
- GOODHART, Charles A. E. (1994), « Game Theory for Central Bankers: A Report to the Governor of the Bank of England », *Journal of Economic Literature*, vol. 32, n° 1, p. 101-114.
- GREEN, Jeremy et nScott LAVERY (2015), « The Regressive Recovery: Distribution, Inequality and State Power in Britain's Post-Crisis Political Economy », *New Political Economy*, vol. 20, n° 6, p. 894-923.
- HALDANE, Andrew G (Bank of England) (2014), « Unfair Shares », at Bristol Festival of Ideas.
- HAMPL, Mojmir et Tomas HAVRANEK (2018), « Central Bank Capital as an Instrument of Monetary Policy », ZBW – Deutsche Zentralbibliothek für Wirtschaftswissenschaften, Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft, Kiel und Hamburg, [en ligne], <https://www.econstor.eu/handle/10419/176828> (consulté le 31 janvier 2020).

HALL, Peter A. et Robert J. FRANZESE (1998), « Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage Bargaining, and European Monetary Union », *International Organization*, vol. 52, no 3, p. 505-535, [en ligne], <https://doi.org/10.1162/002081898550644> (consulté le 31 janvier 2020).

HOENIG, Thomas M. (Federal Reserve) (2011), « Impact of Monetary Policy on the Economy: a Regional Fed Perspective on Inflation, Unemployment, and QE3 », at Hearing before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy and Technology of the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives.

INSTITUT BROADBENT (2014), *La distribution de la richesse : perceptions et idées fausses au Canada*, Ottawa, Institut Broadbent.

ISSING, Otmar et al. (2001), *Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision-Making at the European Central Bank*, Cambridge University Press, Cambridge.

KAPLAN, Greg, Benjamin MOLL et Giovanni L. VIOLANTE (2018), « Monetary Policy According to HANK », *American Economic Review*, vol. 108, n° 3, p. 697-743, [en ligne], <https://doi.org/10.1257/aer.20160042> (consulté le 31 janvier 2020).

KRIPPNER, Greta R. (2012), *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Cambridge, Mass, Harvard University Press.

KYDLAND, Finn E. et Edward C. PRESCOTT (1977), « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n° 3, p. 473-491.

LENZA, Michele et Jiri SLACALEK (2018), « How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area », *ECB Working Paper Series*, n° 2190, Francfort-sur-le-Main, European Central Bank, [en ligne], <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2190.en.pdf> (consulté le 31 janvier 2020).

Central Banking and Inequalities: Taking Off the Blinders »

MCINTYRE, Alison (2014), « Doctrine of Double Effect », dans Edward N. ZALTA (dir.), *The Stanford Encyclopedia of Philosophy*, [en ligne], <http://plato.stanford.edu/archives/win2014/entries/double-effect/> (consulté le 2 février 2020).

MERSCH, Y. (2019), « Necessity, proportionality and probity – central bank independence in unconventional times ». Discours d'Yves Mersch, membre du directoire de la BCE, à la conférence de la BCE et de Watchers, 27 mars 2019, Francfort-sur-le-Main, [en ligne], [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190327\\_4~4ccf5d35bc.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190327_4~4ccf5d35bc.en.html) (consulté le 31 janvier 2020).

MONNET, Éric (2018), *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973*, Cambridge, Cambridge University Press.

MURPHY, Liam B., Thomas NAGEL (2002), *The myth of ownership: taxes and justice*, Oxford ; New York, Oxford University Press.

NOZICK, Robert (1974), *Anarchy, State, and Utopia*, New York, Basic Books.

PIKETTY, Thomas (2013), *Le Capital au XXI<sup>e</sup> siècle*, Paris, Seuil.

RASKIN, Sarah Bloom (2013), « Focusing on Low- and Moderate-Income Working Americans ». Discours du 22 mars 2013 à la conférence annuelle de la National Community Reinvestment Coalition, Board of Governors of the Federal Reserve System, [en ligne], <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/raskin20130322.htm> (consulté le 31 janvier 2020).

- RAWLS, John (1999), *A Theory of Justice*, 2<sup>e</sup> édition, Oxford, Oxford University Press.
- RAWLS, John (2001), *Justice as Fairness: A Restatement*, Cambridge, Belknap Press of Harvard.
- ROBICHAUD, David et Patrick TURMEL (2012), *La juste part : Repenser les inégalités, la richesse et la fabrication des grille-pains*, Montréal, Atelier 10.
- ROCHETEAU, Guillaume, Pierre-Olivier WEILL et Russel WONG (2017), *A Tractable Model of Monetary Exchange with Ex-Post Heterogeneity*, Working Papers 17-06, Federal Reserve Bank of Richmond, [en ligne], <https://doi.org/10.21144/wp17-06> (consulté le 2 février 2020).
- ROGOFF, Kenneth (1985), « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4, p. 1169-1189.
- RYAN-COLLINS, Josh et Frank VAN LERVEN (2018), « Bringing the helicopter to ground: a historical review of fiscal-monetary coordination to support economic growth in the 20th century », *Working Paper*, n° WP 2018-08, Institute for Innovation and Public Purpose.
- SAEZ, Emmanuel et Gabriel ZUCMAN (2019), *The Triumph of Injustice: How the Rich Dodge Taxes and How to Make Them Pay*, New York, WW Norton.
- SINGLETON, John (2010), *Central Banking in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, Cambridge.
- STARK, Jurgen (2007), « Delivering price stability: benefits and challenges », *Monetary policy*, [en ligne], <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/benefits/html/index.en.html> (consulté le 31 janvier 2020).
- TUCKER, Paul (2018), *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton, Princeton University Press.
- VAN ROOIJ, Maarten et Jakob DE HAAN (2016), *Will helicopter money be spent ? New evidence*, Working Paper n° 538, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- VAN'T KLOOSTER, Jens (2020), « The Ethics of Delegating Monetary Policy », *The Journal of Politics*.

## NOTES

1. Cette section est tirée d'un texte de Fontan (2016).
2. Pour une analyse détaillée de l'argument, voir Fontan, Claveau et Dietsch (2016).
3. La requête sur <https://www.bis.org/cbhub/> a été effectuée le 15 avril 2019.
4. Pour une discussion plus approfondie de cette objection, voir Dietsch et al. (2018 : 37-43).
5. Pour une discussion critique de l'argument de l'incohérence temporelle, voir Forder, 1998 et Goodhart, 1994.
6. Nous tenons pour acquis ici que l'argument de l'incohérence temporelle est en fait solide. Plusieurs objections ont été formulées à cet égard. Par exemple, on a fait valoir que le problème disparaît si les contrats de travailleurs sont indexés à l'inflation. D'autres, y compris des défenseurs d'un mandat étroit centré sur la stabilité des prix comme l'ancien économiste en chef de la BCE, Otmar Issing (2001), reconnaissent que les raisons pour lesquelles une banque centrale indépendante essaierait de baisser le chômage à un niveau insoutenable ne sont pas claires.
7. Il y a aussi un problème de mesure avec les inégalités de *richesse*. Les données sont beaucoup moins fiables pour ce type d'inégalités que pour les inégalités de revenu. En utilisant comme indicateur des inégalités de richesse le ratio de richesse nationale sur le revenu national, Fuller,

Johnston et Regan (2019) documentent que, contrairement à ce qui est présumé dans la littérature économique, une augmentation des prix de l'immobilier aurait des effets inégalitaires.

8. Quelqu'un pourrait rétorquer qu'il faut être plus patients, qu'un taux de croissance de la richesse plus fort chez les moins nantis, s'il se poursuit, implique que ces derniers vont venir diminuer leur écart avec les plus favorisés. Ceci est mathématiquement exact. Cependant, avec un tel écart au départ sur la richesse et avec un si faible différentiel dans les taux de croissance, il faudrait *attendre plus de 350 ans* pour que l'augmentation absolue de la richesse médiane du quintile inférieur dépasse celle du quintile supérieur.

9. Pour une objection à l'incorporation des politiques de crédit dans les compétences des banques centrales, voir Tucker (2018 : 498-499).

10. Comme les banques centrales ne sont ni les seuls ni les principaux acteurs sur le plan de la distribution, ce désavantage pourrait être moins important que dans le cas classique de Rogoff (voir la section *Première objection théorique*).

---

## RÉSUMÉS

Dans cet article, nous présentons deux arguments en faveur d'une attention accrue des banques centrales à l'égard des implications distributives des politiques monétaires. En mobilisant la doctrine du double effet, nous montrons que la responsabilité des banquiers centraux quant aux effets distributifs de leurs politiques monétaires non conventionnelles est engagée. De plus, étant donné que le levier traditionnel de la fiscalité fait face à de sérieuses difficultés aujourd'hui, l'appui des banques centrales pourrait être décisif pour la réduction des inégalités économiques. Nous évaluons ensuite les arguments théoriques et empiriques soulevés par les banquiers centraux *contre* cette proposition. Nous concluons que ces objections ne minent pas l'attrait d'une responsabilité des banques centrales en matière de distribution.

This article puts forward two arguments calling for central banks to pay more attention to the distributive consequences of their policies. Appealing to the doctrine of double effect, we show that it is hard for central bankers to deny responsibility for the distributive consequences of their unconventional monetary policy. Furthermore, given that the hands of fiscal policy are largely tied today, the sensitivity of central banks to distributive issues could be decisive in the reduction of economic inequalities.

The article then assesses central bankers' theoretical and empirical arguments against the idea that distributive issues should figure in their decision making. We conclude that their objections do not undermine the plausibility of this idea.

## INDEX

**Mots-clés** : politique monétaire, inégalité, distribution, faisabilité, doctrine du double effet

**Keywords** : monetary policy, inequality, distribution, feasibility, doctrine of double effect

## AUTEURS

### CLÉMENT FONTAN

Clément Fontan est professeur en politiques économiques européennes à l'UCLouvain et à l'Université Saint-Louis Bruxelles et codirige la revue *Politique européenne*. Ses champs de spécialisation sont l'économie politique, les études européennes, l'éthique financière, les banques centrales et les crises financières. Avec Peter Dietsch et François Claveau, il est coauteur de l'ouvrage *Do Central Banks serve the People* (Polity, 2018), aussi traduit en français (Éditions Raisons d'agir, 2019).

### PETER DIETSCH

Peter Dietsch, philosophe et économiste, est professeur au Département de philosophie de l'Université de Montréal. Ses recherches portent sur l'éthique économique et sociale, notamment sur la justice fiscale, sur les dimensions normatives de la politique monétaire, ainsi que sur les inégalités de revenu. Il est l'auteur de *Catching Capital - The Ethics of Tax Competition* (Oxford University Press, 2015), coauteur de *Do Central Banks Serve the People?* (Polity Press, 2018 ; traduction française aux Éditions Raisons d'Agir, 2019), et coéditeur de *Global Tax Governance - What is Wrong with It and How to Fix It* (ECPR Press, 2016). En 2017, Peter Dietsch était nommé au Collège de nouveaux chercheurs et créateurs en arts et sciences de la Société royale du Canada.

### FRANÇOIS CLAVEAU

François Claveau est titulaire de la Chaire de recherche du Canada en épistémologie pratique et professeur au Département de philosophie et d'éthique appliquée de l'Université de Sherbrooke. Ses recherches à l'intersection de la philosophie analytique et des STS (science, technologie et société) portent sur l'évaluation des prétentions de connaissance des organisations expertes. Il est coéditeur du collectif *Experts, sciences et sociétés* (Presses de l'Université de Montréal, 2018) et coauteur d'articles récents dans *Erkenntnis*, *Synthese* et *Journal of Economic Methodology*.