

THE FUTURE OF MONETARY POLICY AFTER COVID 19

A perspective for public debt

Intervention à la vidéoconférence organisée par la Banque Nationale de Hongrie pour la remise du Prix Lamfalussy lundi 25 janvier 2021

I will make five brief points.

- 1) There is **general applause** for the swift and massive action by central banks in providing needed liquidity to economic agents just after the outbreak of the pandemic. A collapse of our economies was avoided. Once again, central bankers were seen as heroes.
- 2) But if we want to examine seriously the subject of this conference, i.e. the future of monetary policy, we must not forget that **it is the very accommodative stance of monetary policy over the last 15 years or so that has favored the over-leveraging of our economies** (global indebtedness has now overtaken all past peace time records). The rigid - and incomprehensible - application of the 2% inflation target - whilst “equilibrium inflation” is more around 1 to 2% - has led to unnecessary easing.
- 3) My third point is that, through the present monumental program of purchases of sovereign securities, **central banks have become, de facto, the agents of fiscal policies**. Without the systematic buying of public bonds (more than 3/4 of new issuances will be financed by central banks in 2020-2021), governments would not be able (barring increasing spreads) to finance vast stimulus plans.
- 4) **The consequences of such policies should be assessed in the long-term perspective** as suggested by this conference. Two major monetary elements arise :
 - a) Zero or negative interest rates are the result of heavy central banks purchases: we have to reflect on the issue of the long term consequences of durably low interest rates;
 - b) Markets are, de facto, bypassed by central banks. Of course, the text book says that central banks **buy on the market**, but the market knows that and

takes it into account since the purchases come immediately after the issuance to the market.

5) For the post covid future we have to consider at least three issues:

- a) Should **the financing by central banks of all fiscal deficits be continued in the future?** What would such a permanent policy mean with regard to monetary stability and to the desirability of sufficient incentives for reform especially in countries with over-extended fiscal positions ? Has fiscal dominance become the rule?

- b) **Is it good to peg the market prices (and therefore the interest rates) of government securities for an indefinite period?** Do we want to eliminate the “normal” differences on risk evaluation that markets usually display between different signatures? Should central banks decide and dictate the whole yield curve for all so called “riskless” instruments ?

- c) We are told : “inflation is not a risk, on the contrary, it is too low ; we need more and more fiscal stimulus to beef up the economy”. Is this convincing ? I doubt it. Indeed **zero or negative interest rates have major drawbacks :**
 - they trigger **the “liquidity trap”** phenomenon : it is a fact that economic agents prefer keeping their savings in extremely liquid forms (as bank deposits) while they are not tempted to buy long term securities that produce no returns. This liquidity trap (feared by Keynes) is one of the reasons for the decline in productive investment observed over the last ten years. We should be very careful not to jeopardize our growth by fixing interest rates at too low a level ; our future is at stake.
 - the lack of inflation is misleading. In fact, if consumer prices are stable, for the time being, it is not the case of financial assets that are inflated by central banks purchases. **Asset bubbles are indeed a form of inflation** that can generate at any time a financial crisis.

Thank you for your attention.

Jacques de Larosière

L'AVENIR DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE APRÈS LA CRISE DU COVID-19

Une perspective pour la dette publique

Intervention à la vidéoconférence organisée par la Banque Nationale de Hongrie pour la remise du Prix Lamfalussy lundi 25 janvier 2021

Je vais faire cinq brèves remarques.

1) On **applaudit généralement** l'action rapide et massive des banques centrales qui ont fourni les liquidités nécessaires aux agents économiques juste après le déclenchement de la pandémie. L'effondrement de nos économies a été évité. Une fois de plus, les banquiers centraux ont été considérés comme des héros.

2) Mais si nous voulons examiner sérieusement le sujet de cette conférence, c'est-à-dire l'avenir de la politique monétaire, nous ne devons pas oublier **que c'est l'orientation très accommodante de la politique monétaire au cours des quinze dernières années environ qui a favorisé le surendettement de nos économies** (l'endettement mondial a maintenant dépassé tous les records connus en temps de paix). L'application rigide - et incompréhensible - de l'objectif d'inflation de 2% - alors que l'"inflation d'équilibre" se situe plutôt autour de 1 à 2% - a conduit à un assouplissement inutile.

3) Mon troisième point est que, par le biais de l'actuel programme monumental d'achat de titres souverains, **les banques centrales sont devenues, de facto, les agents des politiques budgétaires**. Sans l'achat systématique d'obligations publiques (plus de 3/4 des nouvelles émissions seront financées par les banques centrales en 2020-2021), les gouvernements ne seraient pas en mesure (sauf si les écarts de taux augmentent) de financer de vastes plans de relance.

4) **Les conséquences de ces politiques doivent être évaluées dans une perspective à long terme**, comme le suggère cette conférence. Deux éléments monétaires majeurs se dégagent :

a) Les taux d'intérêt zéro ou négatifs sont le résultat d'achats importants des banques centrales : nous devons réfléchir aux conséquences à long terme de taux d'intérêt durablement bas ;

b) Les marchés sont, *de facto*, contournés par les banques centrales. Bien sûr, le manuel dit que les banques centrales achètent sur le marché, mais le marché le sait et le prend en compte puisque les achats viennent immédiatement après l'émission sur le marché.

5) Pour l'avenir post-covid, nous devons envisager au moins trois questions :

a) **Le financement par les banques centrales de tous les déficits budgétaires devrait-il être poursuivi à l'avenir ?** Que signifierait une telle politique permanente en ce qui concerne la stabilité monétaire et l'opportunité d'incitations suffisantes à la réforme, en particulier dans les pays dont la situation budgétaire est trop longue ? La domination fiscale est-elle devenue la règle ?

b) **Est-il judicieux de fixer les prix du marché (et donc les taux d'intérêt) des titres d'État pour une période indéterminée ?** Voulons-nous éliminer les différences "normales" en matière d'évaluation des risques que les marchés affichent habituellement entre les différentes signatures ? Les banques centrales doivent-elles décider et dicter l'ensemble de la courbe des taux pour tous les instruments dits "sans risque" ?

c) On nous dit : "l'inflation n'est pas un risque, au contraire, elle est trop faible ; nous avons besoin de plus en plus de mesures de relance budgétaire pour renforcer l'économie". Cela est-il convaincant ? J'en doute. En effet, **les taux d'intérêt nuls ou négatifs présentent des inconvénients majeurs :**

- ils déclenchent le phénomène du "**piège à liquidité**" : c'est un fait que les agents économiques préfèrent conserver leur épargne sous des formes extrêmement liquides (comme les dépôts bancaires) alors qu'ils ne sont pas tentés d'acheter des titres à long terme qui ne produisent aucun rendement. Ce piège à liquidité (redouté par Keynes) est l'une des raisons du déclin de l'investissement productif observé ces dix dernières années. Nous devons faire très attention à ne pas compromettre notre croissance en fixant les taux d'intérêt à un niveau trop bas ; notre avenir est en jeu.

- L'absence d'inflation est trompeuse. En effet, si les prix à la consommation sont stables, pour l'instant, ce n'est pas le cas des actifs financiers qui sont gonflés par les achats des banques centrales. **Les bulles d'actifs sont en effet une forme d'inflation** qui peut générer à tout moment une crise financière.

Je vous remercie de votre attention.

Jacques de Larosière