

Flash Economie


24 janvier 2018 - 97

Politiques monétaires : il faut une réflexion de fond

La Réserve Fédérale et la BCE ont mené sur une très longue période de temps une politique monétaire très expansionniste non conventionnelle (le Quantitative Easing). Les deux Banques Centrales sortent aujourd'hui de cette politique avec l'hypothèse que l'inflation va revenir vers le niveau de l'objectif d'inflation, mais en maintenant une orientation expansionniste pour les politiques monétaires avec des taux d'intérêt bas.

On peut déplorer que ces choix (une politique monétaire non conventionnelle sur une longue période de temps, le maintien des objectifs d'inflation) aient été faits sans qu'une réflexion fondamentale sur l'objectif des politiques monétaires ne soit menée :

- est-il souhaitable que les politiques monétaires non conventionnelles fassent apparaître sur de longues périodes de temps des distorsions sur les marchés financiers : taux d'intérêt à long terme anormalement bas, écrasement des primes de risque, progression excessive des prix de nombreux actifs financiers et immobiliers ? Ces politiques monétaires non conventionnelles ne devraient-elles pas être menées uniquement sur de brèves périodes de temps, lors de crises graves ? La Banque Centrale exerce alors le rôle de Prêteur en Dernier Ressort, mais ne maintient pas durablement une politique monétaire qui crée des distorsions ;
- c'est seulement à partir du début des années 1980 que les Banques Centrales ont choisi de passer à une politique de cible d'inflation (d'inflation targeting) en réaction à la forte inflation qui avait alors suivi les chocs pétroliers ; le modèle théorique associé à ce passage à un objectif d'inflation est le modèle de crédibilité : les agents économiques doivent anticiper que la Banque Centrale ne laissera pas se développer l'inflation, n'utilisera pas l'inflation comme moyen de réduire le chômage à court terme. Mais ce choix pour le comportement des Banques Centrales a-t-il encore du sens aujourd'hui alors que l'inflation ne revient pas même au plein emploi ? N'a-t-on pas donné aux Banques Centrales cet objectif d'inflation en réaction à la situation conjoncturelle du début des années 1980, alors que d'autres objectifs sont plus importants ?
- il faut peut-être alors revenir au rôle essentiel, historique des Banques Centrales : fournir à l'économie de la liquidité en quantité convenable, pas trop (pour éviter l'excès d'endettement et les bulles), pas insuffisamment (pour éviter un niveau anormalement élevé des taux d'intérêt réels et le risque de déflation). Ce rôle central des Banques Centrales semble malheureusement avoir été oublié aujourd'hui, ou alors il ne peut plus être mené parce que les Banques Centrales sont contraintes d'avoir un autre objectif : assurer la solvabilité des emprunteurs en particulier des Etats, ce qu'on appelle la « dominance fiscale ».

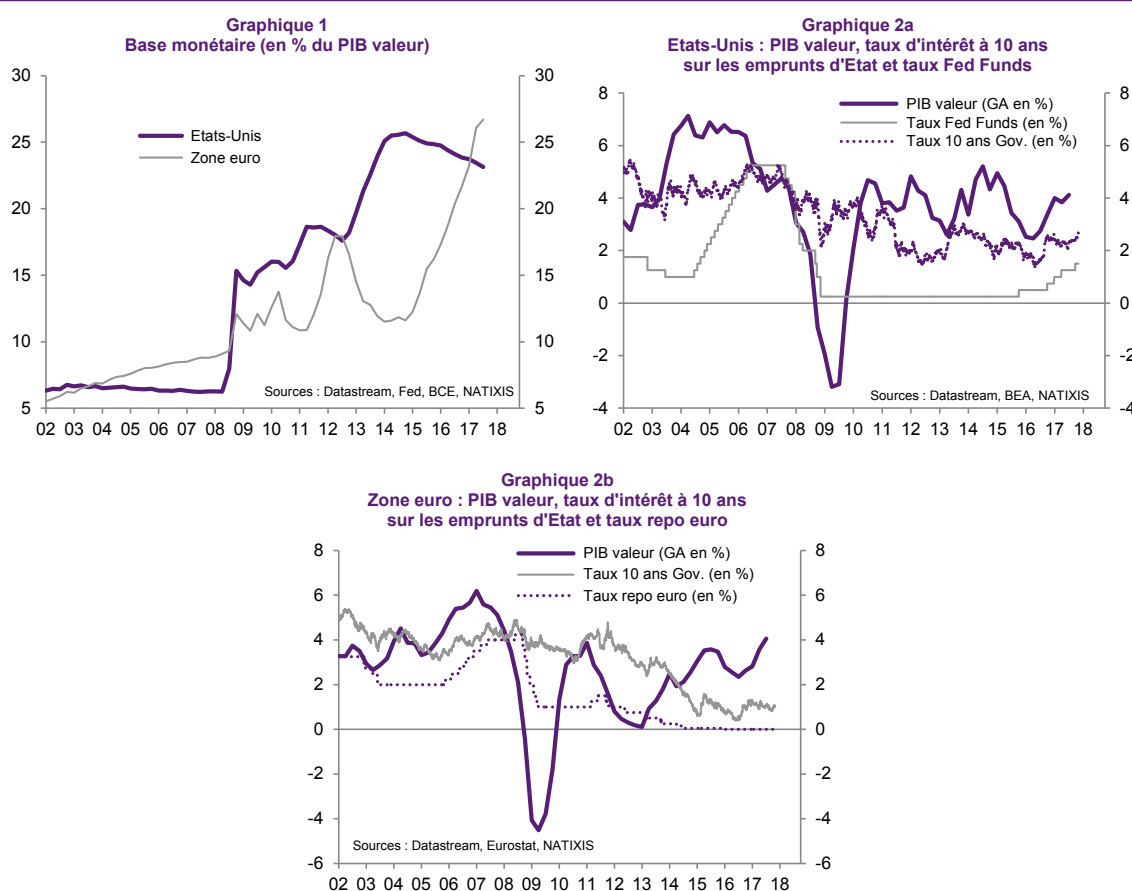
Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

Deux caractéristiques des politiques monétaires menées depuis 10 ans

Prenons les exemples révélateurs des Etats-Unis et de la zone euro.

Depuis la crise de 2008, on a vu que **la Réserve Fédérale et la BCE ont mené, pendant de longues périodes de temps** (2008-2014 aux Etats-Unis, 2015-2018 dans la zone euro) **des politiques monétaires expansionnistes non conventionnelles**, avec le Quantitative Easing (achats d'actifs financiers par la Banque Centrale financés par la création monétaire, **graphique 1**) et avec des taux d'intérêt anormalement bas par rapport à la croissance (**graphiques 2a/b**).



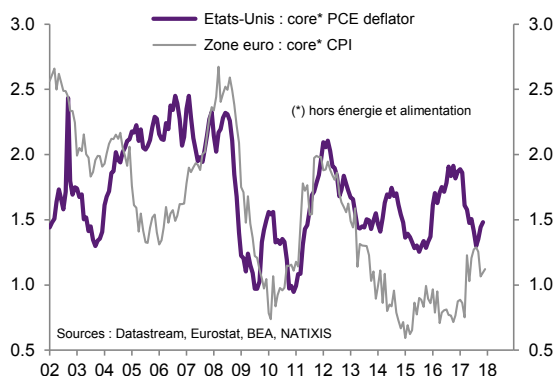
On a vu aussi que **ces deux Banques Centrales décidaient d'arrêter le Quantitative Easing** (en 2014 pour la Réserve Fédérale, en 2018 pour la BCE), **et de commencer à normaliser leurs politiques monétaires** (début de la baisse de la taille du bilan de la Réserve Fédérale à la fin de 2017, début de hausse des taux d'intérêt directeurs aux Etats-Unis) mais **en invoquant le retour à venir de l'inflation vers l'objectif de 2%** (tableau 1), alors que l'inflation sous-jacente reste aujourd'hui faible dans les deux pays (**graphique 3**).

Tableau 1 : Projections de l'inflation faites par les Banques Centrales (décembre 2017)

	2017	2018	2019	2020
Reserve Fédérale (Etats-Unis)	1,5 - 1,6	1,8 - 2,0	2	2,0 - 2,1
BCE (Zone euro)	1,5	1,4	1,5	1,7

Sources : Banques Centrales, Natixis

Graphique 3
Inflation sous-jacente (GA en %)

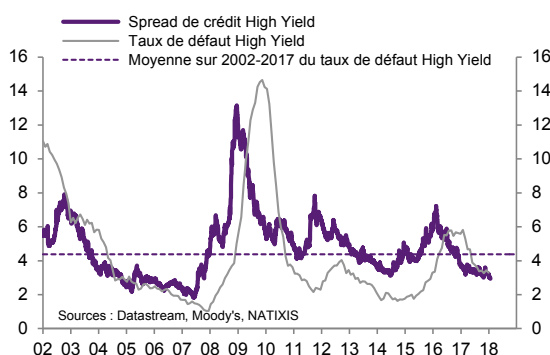


L'observation des politiques monétaires récentes aux Etats-Unis et dans la zone euro montre donc d'une part que **les Banques Centrales acceptent de mener des politiques non conventionnelles sur de longues périodes de temps**, d'autre part **conservent leurs objectifs d'inflation (à 2%)**. Il nous semble que **d'avantage de réflexion sur la pratique et les objectifs des politiques monétaires serait nécessaire**.

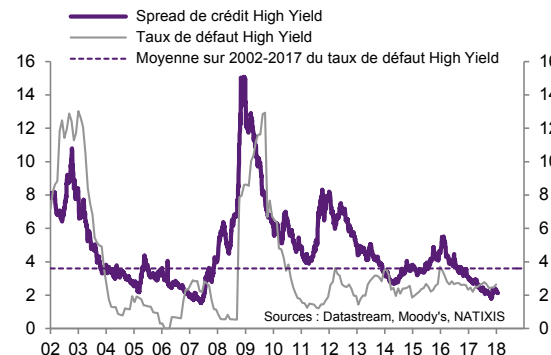
Première question : est-il souhaitable que des politiques monétaires non conventionnelles soient menées sur de longues périodes de temps ?

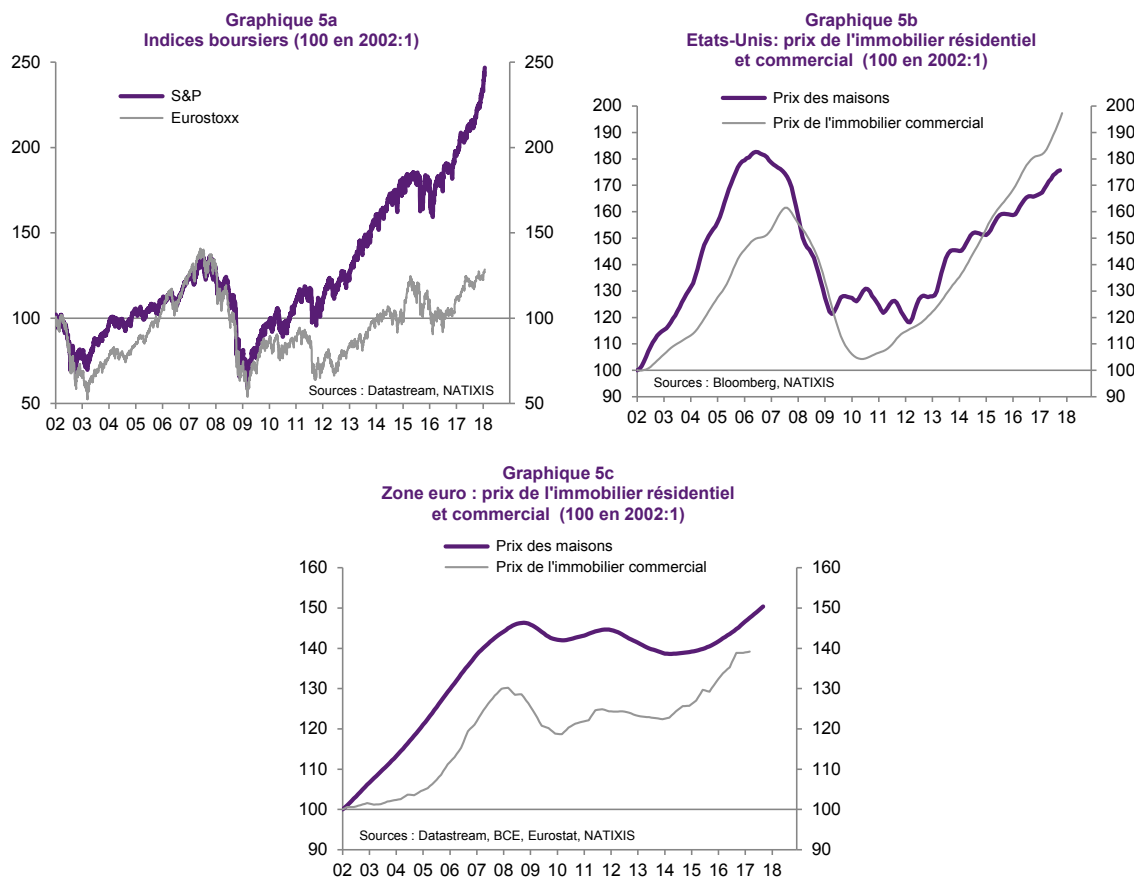
Les politiques monétaires non conventionnelles menées sur de longues périodes de temps (6 ans aux Etats-Unis, 4 ans au moins dans la zone euro) ont en effet **fait apparaître des distorsions dommageables sur les marchés financiers** : taux d'intérêt à long terme anormalement bas (graphiques 2a/b plus haut, ce qu'on peut appeler « bulle obligataire »), écrasement des primes de risque qui ne rémunèrent plus le risque pris par l'acheteur de l'actif financier (les graphiques 4a/b montrent l'exemple des obligations d'entreprise high-yield), hausse anormale des prix des actifs (le **graphique 5a** montre le cas des actions, les **graphiques 5b/c** des prix de l'immobilier).

Graphique 4a
Etats-Unis : spread de crédit et taux de défaut (en %)

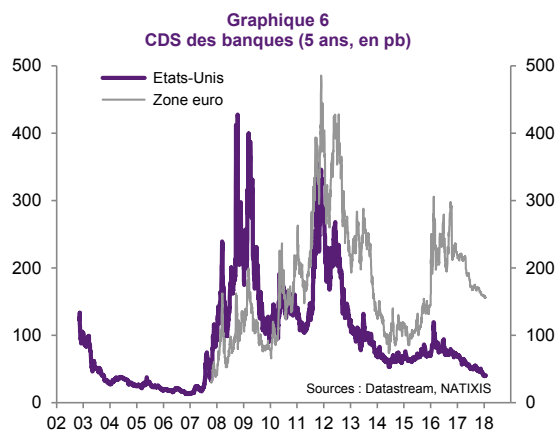


Graphique 4b
Zone euro : spread de crédit et taux de défaut (en %)





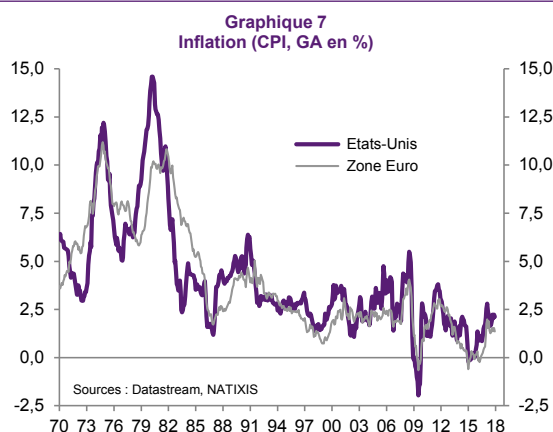
Ceci pose une question centrale : les politiques monétaires non conventionnelles peuvent-elles être menées sur de longues périodes de temps ou doivent-elles être menées seulement brièvement dans des périodes de crise grave ? En principe, ces politiques devraient être menées dans le cadre du rôle de « Prêteur en Dernier Ressort » des Banques Centrales, lorsqu'il y a une crise de liquidité grave du système bancaire (graphique 6), et pas de manière durable.



Deuxième question : la politique de cible d'inflation (l'inflation targeting) a-t-elle encore du sens aujourd'hui ?

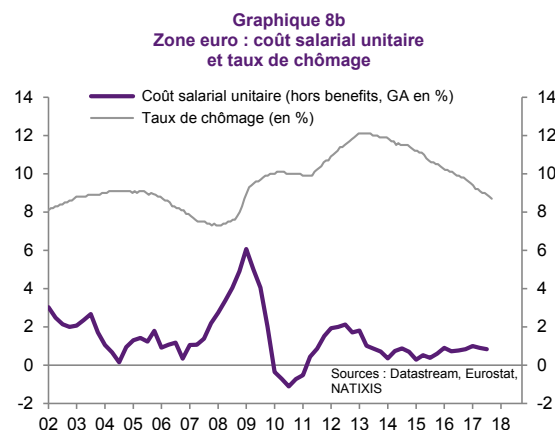
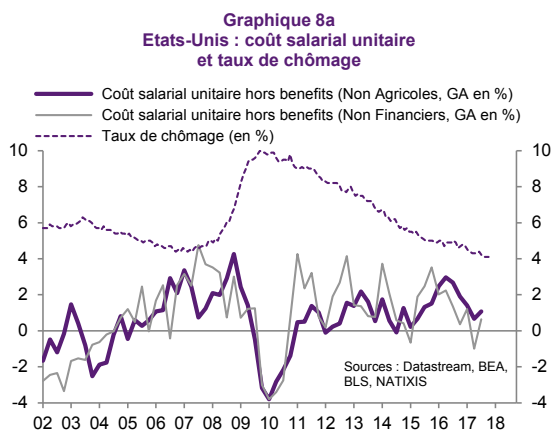
Les Banques Centrales conservent aujourd'hui, officiellement, l'objectif central de retour de l'inflation vers l'objectif d'inflation (2%), utilisent la persistance d'une inflation inférieure à l'objectif pour maintenir une politique monétaire expansionniste, se basent sur la prévision du retour vers 2% de l'inflation pour commencer à normaliser leurs politiques monétaires. **Mais est-il toujours pertinent aujourd'hui que les Banques Centrales aient un objectif d'inflation ?**

Le passage généralisé à l'objectif d'inflation se fait au début des années 1980 en réaction à la forte inflation qui suit les chocs pétroliers (graphique 7).



Parallèlement, se développe la théorie de la crédibilité des Banques Centrales (avec les travaux de Barro et Gordon) : une Banque Centrale est crédible si les agents économiques anticipent qu'elle n'acceptera pas l'inflation, qu'elle n'essaiera pas d'utiliser l'inflation pour réduire le chômage.

Mais aujourd'hui, même au voisinage du plein emploi, les coûts salariaux n'accroissent pas (graphiques 8a/b) et l'inflation sous-jacente n'augmente pas (graphique 3 plus haut) avec le recul du pouvoir de négociation des salariés, avec le retour à l'emploi de personnes qui acceptent des salaires faibles.

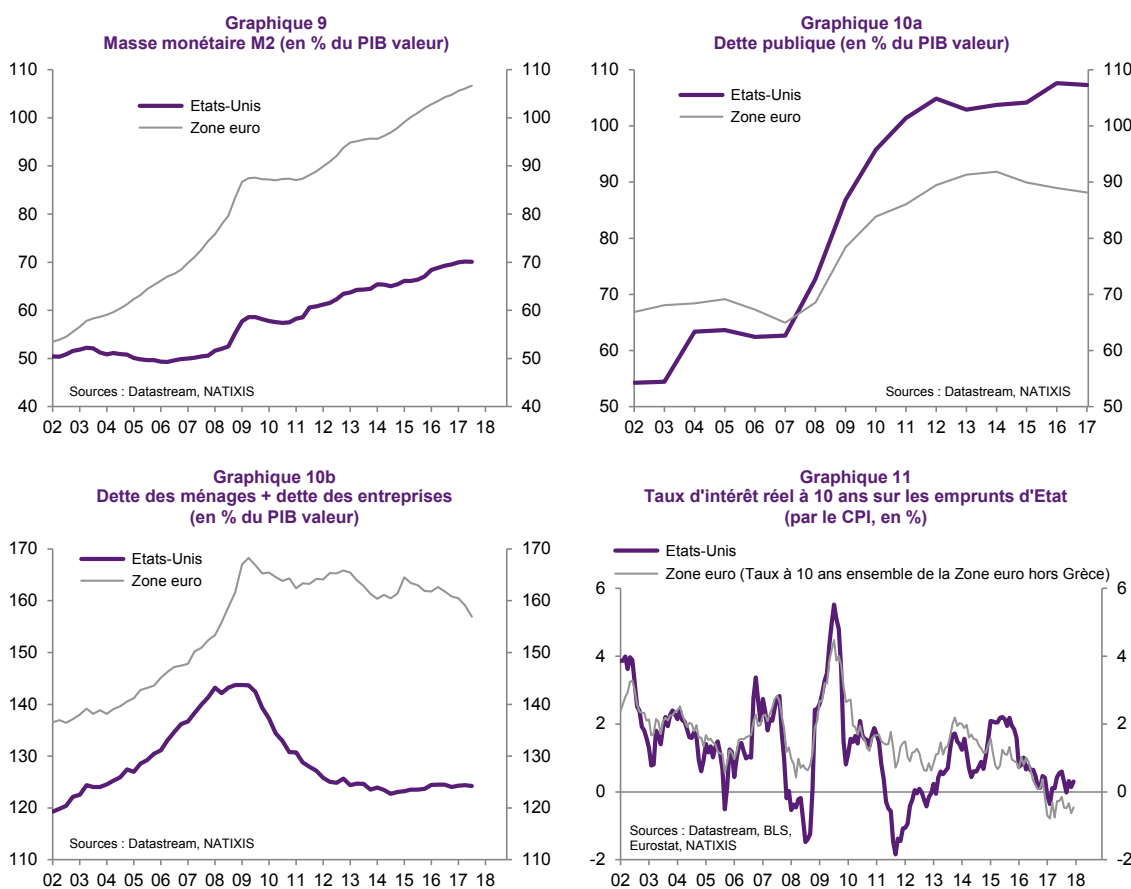


Faut-il alors conserver un objectif pour les politiques monétaires lié au contexte conjoncturel des années 1980, ou faut-il réfléchir à un autre objectif pour les politiques monétaires ?

Troisième question : le retour à un objectif de fourniture de liquidité en quantité convenable

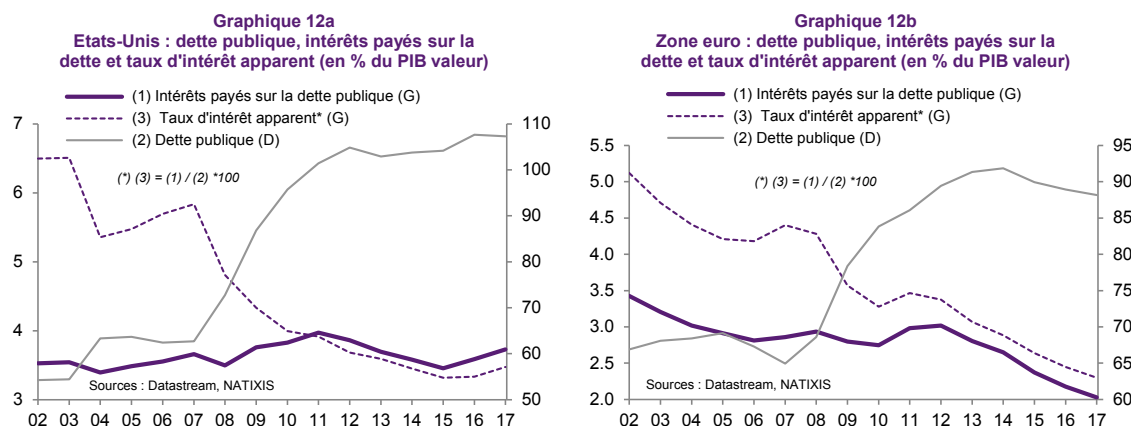
On peut donc se demander si, au lieu de mener une politique monétaire non conventionnelle pendant une longue période de temps et au lieu de conserver un objectif d'inflation, **les Banques Centrales ne devraient pas revenir à leur objectif traditionnel, historique qui est de fournir à l'économie de la liquidité en quantité convenable.** Il s'agit aussi bien de la monnaie de Banque Centrale (graphique 1 plus haut), que de la monnaie détenue par les agents économiques non bancaires (graphique 9) :

- **s'il y a trop de liquidité**, ce qui est certainement le cas aujourd'hui, il apparaît excès d'endettement (graphiques 10a/b), bulles sur les prix des actifs (graphiques 2a/b, graphiques 5a/b/c plus haut) ;
- **s'il n'y a pas assez de liquidité** (ce qui n'est manifestement pas le cas aujourd'hui) les taux d'intérêt réels sont trop élevés (graphique 11, c'est l'inverse aujourd'hui), le risque déflationniste apparaît.



L'excès de liquidité dans la période récente montre que cet objectif de fourniture « raisonnée » de liquidité par les Banques Centrales est aujourd'hui absent, **peut-être parce que les Banques Centrales ont été obligées de mener des politiques monétaires très expansionnistes pour assurer la solvabilité des emprunteurs, en particulier des Etats**

(c'est la « dominance fiscale », grâce à la baisse des paiements d'intérêts sur la dette (graphiques 12a/b).



Synthèse : une réflexion fondamentale sur les politiques monétaires nous paraît nécessaire

Il nous semble qu'on ne peut pas accepter sans réfléchir davantage que les Banques Centrales mènent des politiques monétaires expansionnistes non conventionnelles sur de très longues périodes de temps, et que les Banques Centrales conservent un objectif d'inflation.

En effet, les distorsions créées par les politiques non conventionnelles durables (bulles, écrasement des primes de risque) sont graves, en principe les politiques non conventionnelles devaient être menées brièvement en cas de crise grave (lorsque les Banques Centrales jouent le rôle de Prêteur en Dernier Ressort) ; l'excès d'inflation était un problème de début des années 1980, aujourd'hui l'inflation semble rester faible même au plein emploi.

Ne faudrait-il pas considérer sérieusement le retour à un principe de choix de la politique monétaire beaucoup plus traditionnel : rôle de Prêteur en Dernier Ressort de la Banque Centrale dans les périodes de crise de liquidité bancaire seulement, en dehors de ces périodes fourniture par les Banques Centrales d'une quantité de liquidité correspondant aux besoins de l'économie, ni trop abondante comme aujourd'hui, ni trop faible.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>