

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 Juin 2012 – N° 413

Il faudrait reconstruire les fondements des politiques monétaires

Le fondement présent des politiques monétaires de la grande majorité des Banques Centrales est la théorie de la crédibilité des Banques Centrales dans la lutte contre l'inflation. Elle a été développée au début des années 1980 après la grande poussée d'inflation liée aux deux chocs pétroliers de 1974 et de 1979.

Mais maintenir la crédibilité anti-inflationniste est-il aujourd'hui le problème central des Banques Centrales ? Il nous semble qu'elles sont plutôt confrontées :

- *à des situations d'excès d'endettement ;*
- *à des anomalies de valorisation des actifs financiers ; à des niveaux infondés, dans un sens ou dans l'autre, des primes de risque ;*
- *à des équilibres déflationnistes, où le problème de la Banque Centrale devient de garantir crédiblement le retour d'une inflation suffisante, la crédibilité anti-inflationniste visuelle étant alors contre-productive.*

Il s'agit alors dans le Monde contemporain, d'assurer la stabilité financière, la valorisation correcte des actifs et l'absence de déflation que d'éviter l'inflation. Il faut sans doute reconstruire, à partir des problèmes contemporains, la théorie et les principes d'action des Banques Centrales, ainsi que les instruments de la politique monétaire.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

BANQUE DE FINANCEMENT & D'INVESTISSEMENT / ÉPARGNE / SERVICES FINANCIERS SPÉCIALISÉS

La théorie de la crédibilité des Banques Centrales, héritière de la poussée d'inflation qui suit les chocs pétroliers des années 1970

Les deux chocs pétroliers de 1974 et 1979 (graphique 1a) font apparaître une forte inflation (graphique 1b), avec une politique monétaire qui est accommodante jusqu'en 1981, une forte croissance de l'offre de monnaie, des taux d'intérêt réels à long terme négatifs (graphiques 1c/d).

Corriger l'inflation a alors été difficile dans les années 1980, avec la hausse des anticipations d'inflation, visible par exemple à celle des salaires nominaux (graphique 1e).

Cet épisode de forte inflation a conduit, au début des années 1980, à la construction de la théorie de la crédibilité de la Banque Centrale : les agents économiques privés doivent conserver une inflation anticipée à moyen terme faible ; pour cela, ils doivent croire que la Banque Centrale n'acceptera jamais une inflation durablement élevée ; une façon simple d'obtenir cela est d'avoir des Banques Centrales qui ont seulement un objectif de stabilité des prix et pas un objectif de soutien de l'activité : elles ne sont jamais alors incitées à accepter davantage d'inflation pour accroître l'activité réelle (d'où l'inflation targeting).

Mais aujourd'hui, la problématique de la politique monétaire est devenue très différente

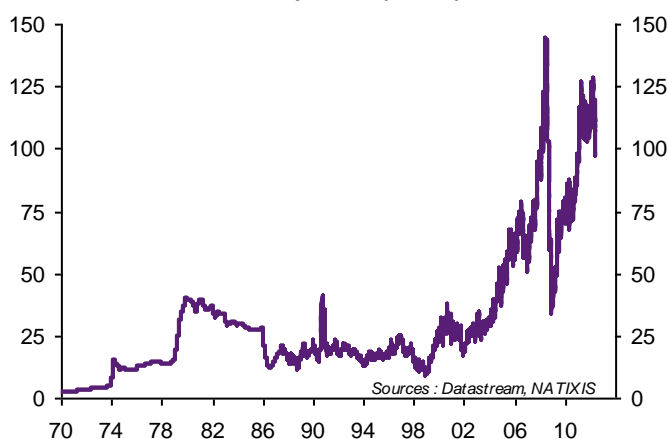
Les Banques Centrales des pays de l'OCDE ne sont plus confrontées, dans le Monde contemporain, à l'inflation, autre que celle qui vient des prix des matières premières ou des hausses de TVA (graphiques 1b/ 2).

Ceci vient, outre de la crédibilité des Banques Centrales, des dérèglementations des marchés du travail, d'où les hausses faibles des salaires (graphique 1e), de la concurrence des pays émergents à coûts salariaux (graphique 3) faibles.

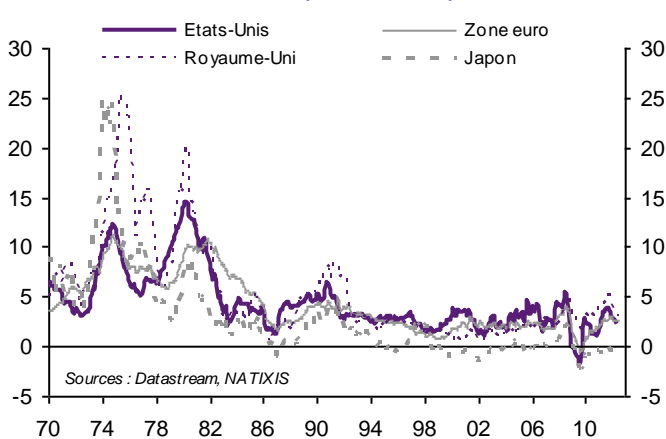
Un excès de demande intérieure ne se traduit plus aujourd'hui par de l'inflation mais par un déficit extérieur, comme aux Etats-Unis et au Royaume-Uni (graphique 4) avec la flexibilité de l'offre mondiale de biens.

Quels sont les problèmes auxquels les Banques Centrales sont aujourd'hui confrontées ?

Graphique 1a
Prix du pétrole (\$/baril)

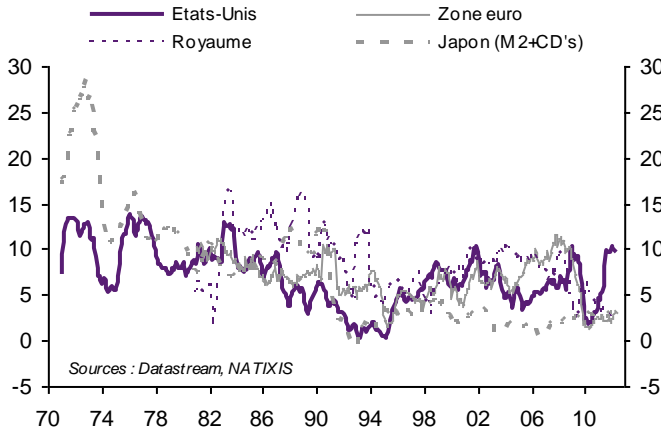


Graphique 1b
Inflation (CPI, GA en %)



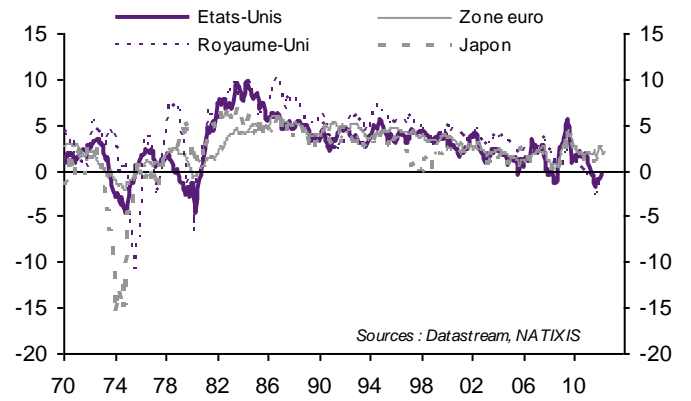
Graphique 1c

Masse monétaire M2 (monnaie locale, GA en %)



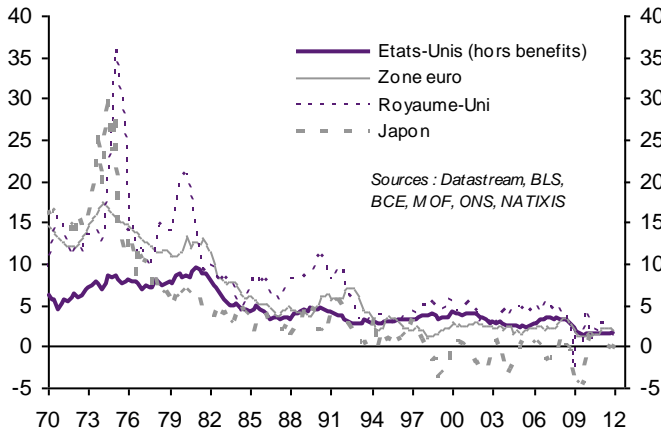
Graphique 1d

Taux d'intérêt à 10 ans réel sur les emprunts d'Etat (déflaté par le CPI)



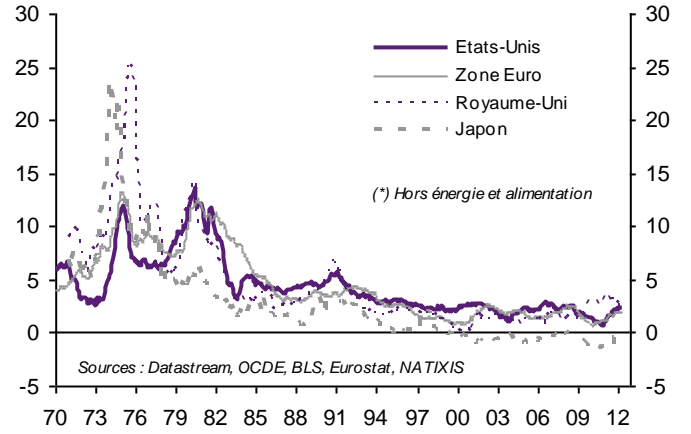
Graphique 1e

Salaires nominaux par tête (GA en %)



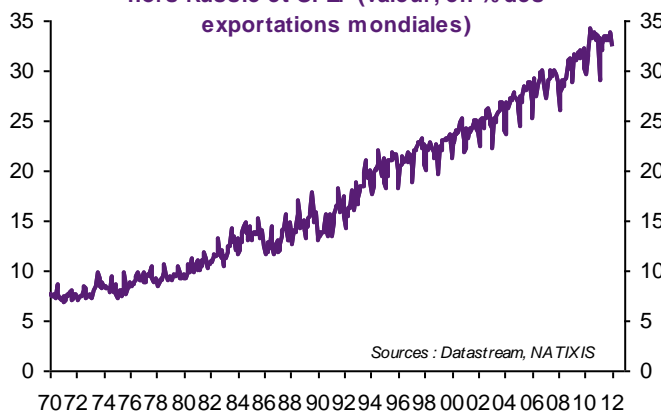
Graphique 2

Core* CPI (GA en %)



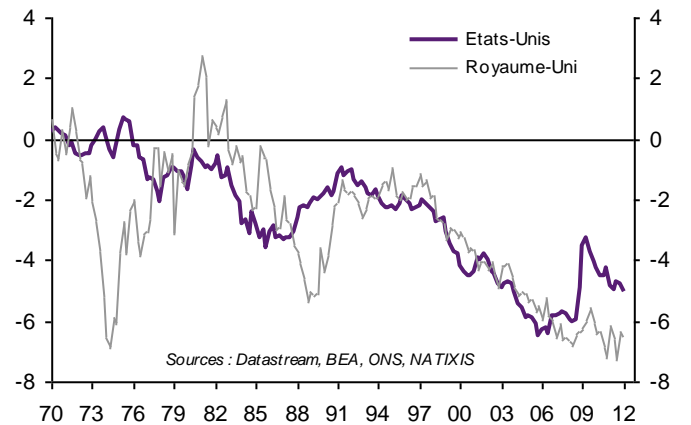
Graphique 3

Exportations de l'ensemble de pays émergents hors Russie et OPEP (valeur, en % des exportations mondiales)



Graphique 4

Balance commerciale (en % du PIB)



Les nouveaux problèmes pour les Banques Centrales

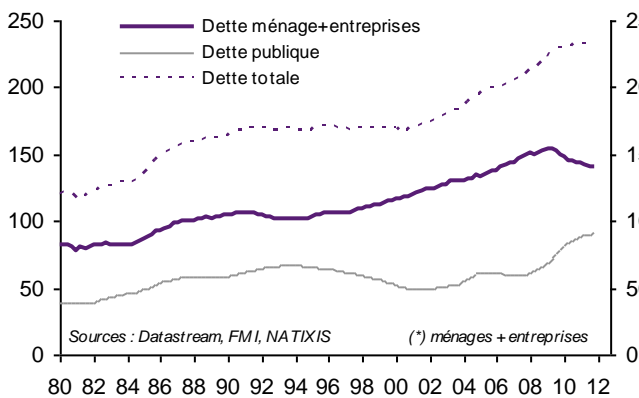
Il s'agit pour nous essentiellement :

- de l'excès d'endettement ;
- de la valorisation des actifs ;
- du risque de déflation.

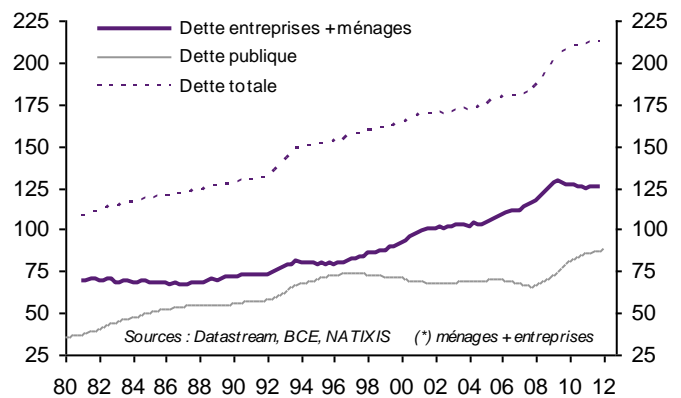
1 Excès d'endettement

Les Banques Centrales sont confrontées depuis le milieu des années 1980 à la hausse des taux d'endettement du secteur public et du secteur privé (graphiques 5 a/b/c/d).

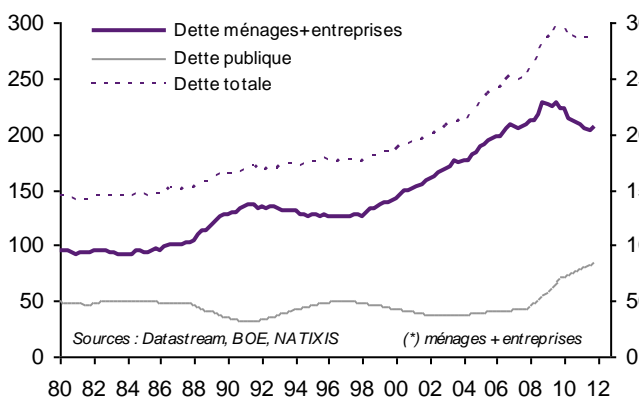
Graphique 5a
Etats-Unis: dettes du secteur privé*, publique et totale (valeur, en % PIB)



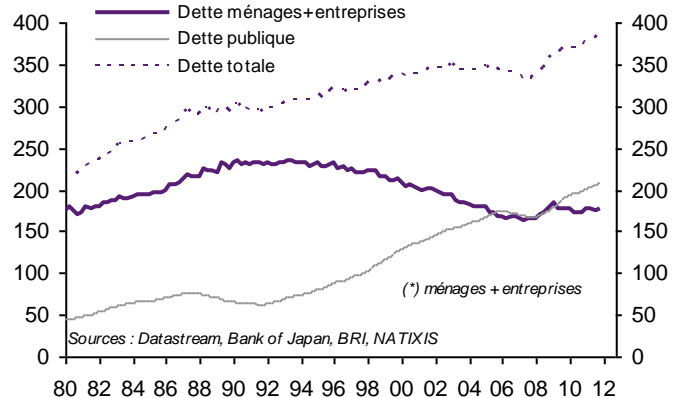
Graphique 5b
Zone euro: dette du secteur privé* et dette du secteur public (valeur, en % PIB)



Graphique 5c
Royaume-Uni: dette du secteur privé* et dette du secteur public (valeur, en % PIB)



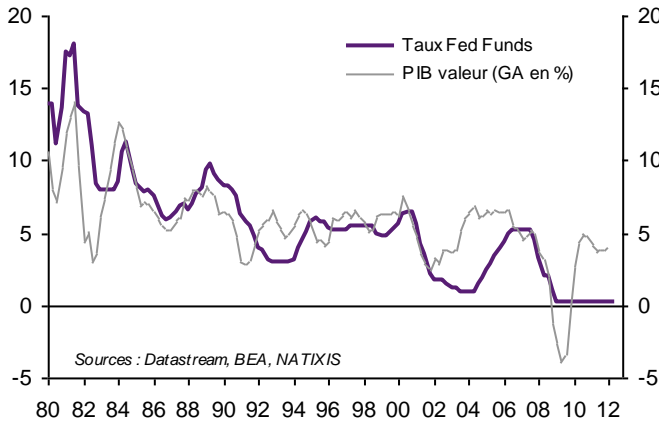
Graphique 5d
Japon: dette du secteur privé* et dette du secteur public (valeur, en % PIB)



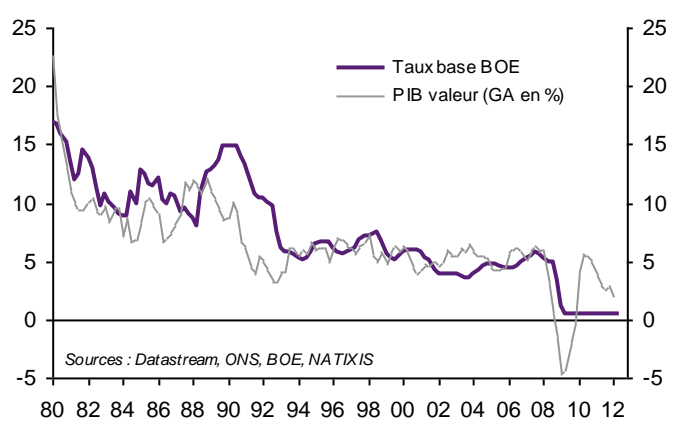
Les Banques Centrales ont longtemps ignoré l'évolution des dettes, parce qu'elles avaient un objectif d'inflation, et elles ont même favorisé l'endettement pour soutenir la croissance, avec des taux d'intérêt faibles par rapport au taux de croissance (graphiques 6 a/b/c/d), au début des années 1990 puis à partir du début des années 2000, aux Etats-Unis et en Europe (pas au Japon avec la faiblesse de la croissance).

Aujourd'hui, avec la répétition des crises (Japon et immobilier en 1990, actions en 1997 et 2000-2001, immobilier en 2008, dettes souveraines de la zone euro à partir de 2008), **les Banques Centrales commencent à intégrer l'endettement dans leur fonction objectif.**

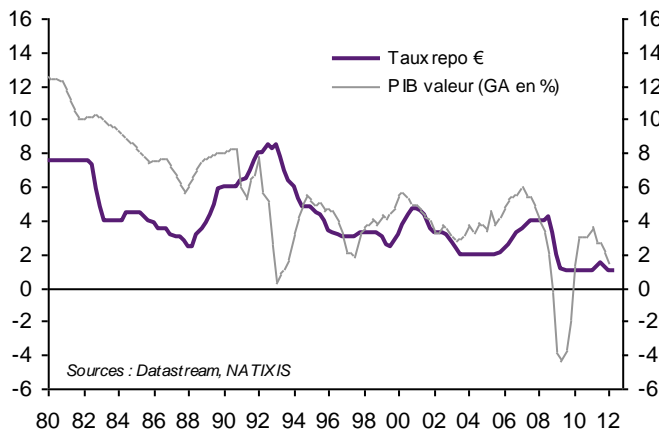
Graphique 6a
Etats-Unis : taux Fed Funds et PIB valeur



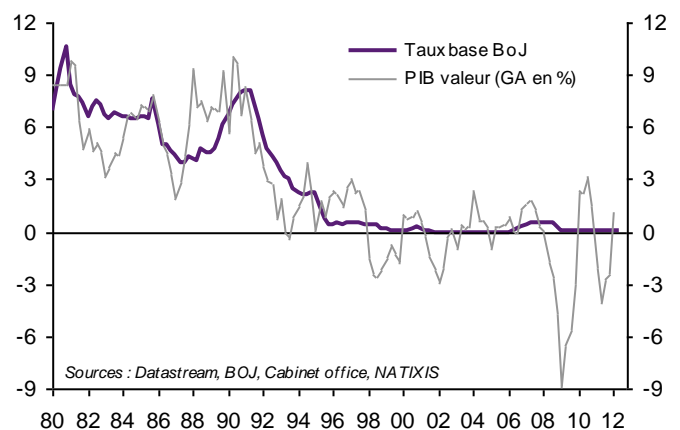
Graphique 6b
Royaume-Uni : taux directeur et PIB en valeur



Graphique 6c
Zone euro : taux Repo et PIB valeur



Graphique 6d
Japon : taux d'intérêt et PIB en valeur



2 Valorisation anormale des actifs

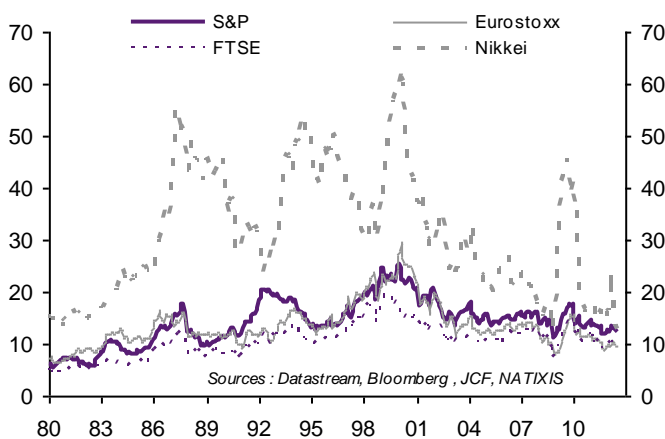
De plus en plus on observe des anomalies graves dans la valorisation des actifs, par exemple :

- **bulles sur les actions** (seconde moitié des années 1980 au Japon, seconde moitié des années 1990 aux États-Unis et en Europe), suivies d'explosions des bulles et de **longues périodes de sous-valorisation des actions** (par exemple depuis 2008), **graphiques 7 a/b** ;
- **quasi disparition des primes de risque obligataires** (en particulier de 2002 à 2007 pour les dettes souveraines de la zone euro, les dettes bancaires, les dettes des entreprises, les ABS..., **graphiques 8 a/b/c/d**), **puis apparition de primes de risque énormes** qui créent des crises de solvabilité.

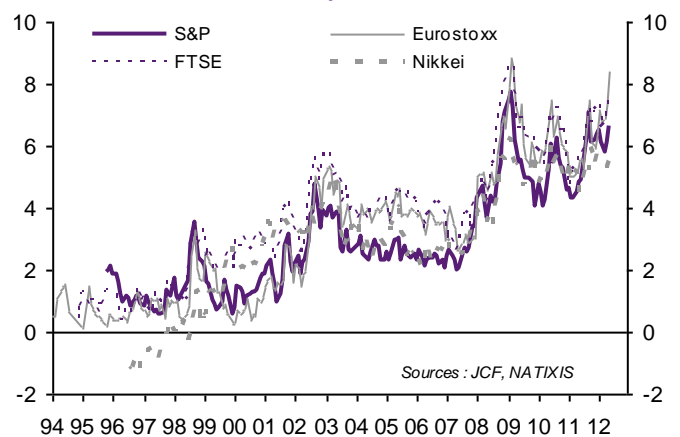
Le fait que **les primes de risque soient alternativement beaucoup trop basses et beaucoup trop élevées** :

- déforme les portefeuilles des investisseurs, qui accumulent des actifs risqués avec des rendements trop faibles quand les primes de risque sont basses ;
- fait apparaître des crises financières lors de l'explosion des bulles ;
- crée des aléas de moralité pour les emprunteurs à risque ;
- détourne des marchés financiers les investisseurs institutionnels « raisonnables ».

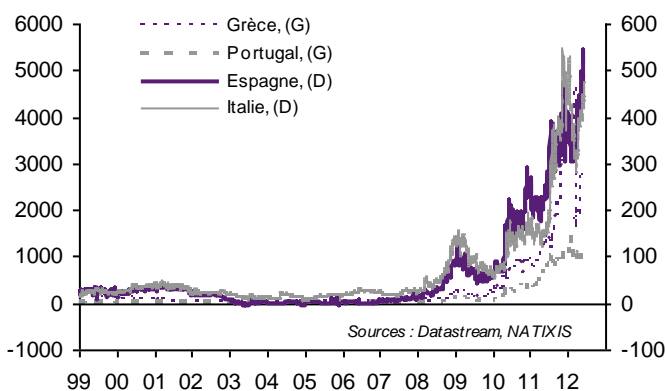
Graphique 7a
PER sur les résultats futurs



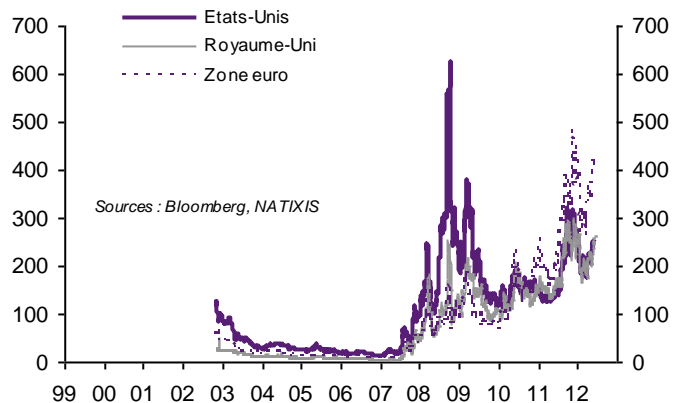
Graphique 7b
Prime de risque des actions



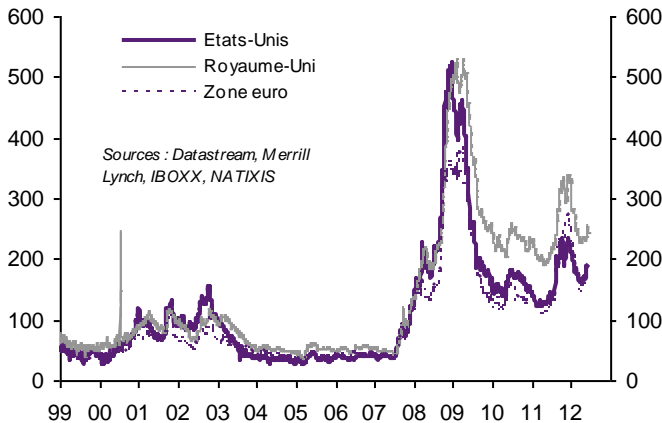
Graphique 8a
Spread de taux 10 ans sur les emprunts d'Etat
avec l'Allemagne (en pb)



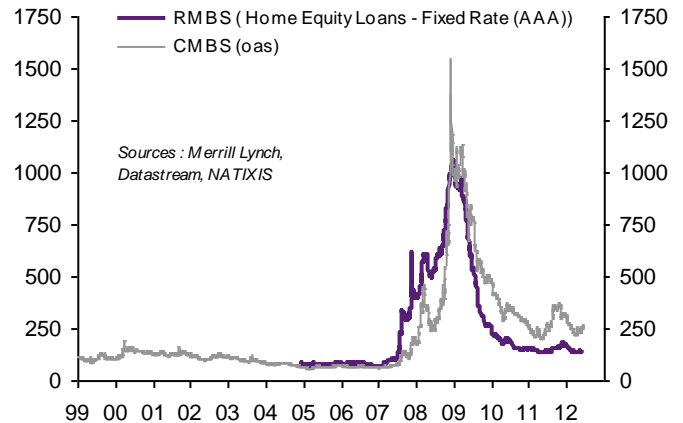
Graphique 8b
CDS des banques (5 ans, pb)



Graphique 8c
Spread de crédit A (asset swaps, pb)



Graphique 8d
Etats-Unis : spreads contre swaps (en pb)

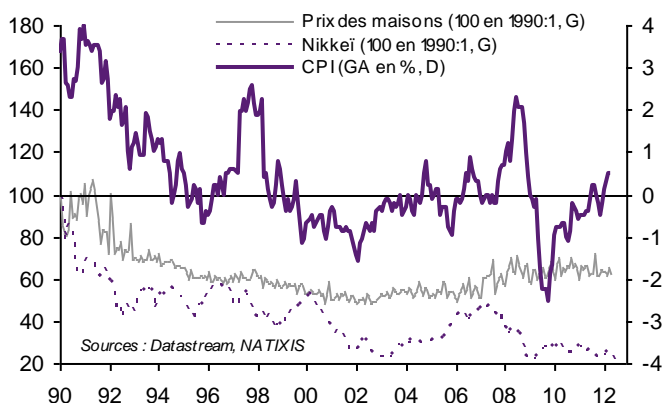


3 Risques déflationnistes

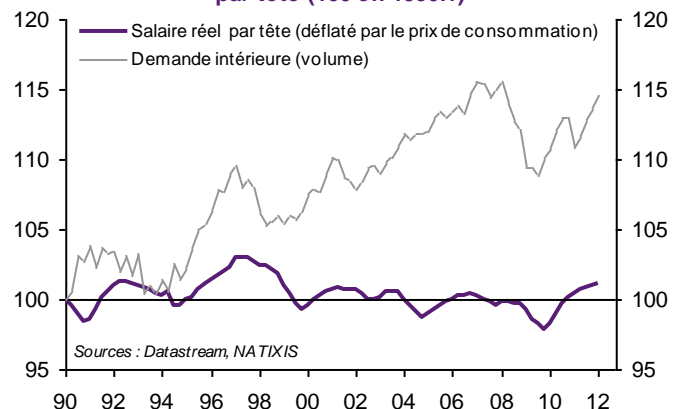
Les risques de déflation sont apparus à plusieurs reprises dans la période récente :

- depuis 1998 au Japon, avec inflation négative, recul des prix des actifs financiers, dépression de la demande, baisse des salaires réels..., graphiques 9 a/b.
- après la faillite de Lehman, aux Etats-Unis et dans la zone euro hors Allemagne (inflation négative en 2009, graphique 10a, recul des prix des actifs, graphiques 10 b/c ; recul des salaires réels et stagnation de la demande des ménages graphiques 10 d/e).

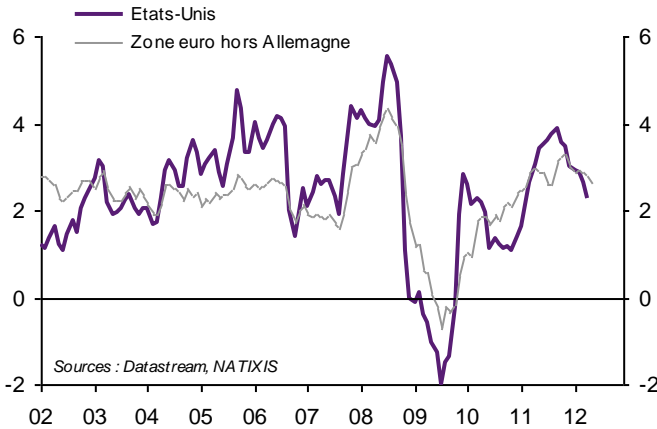
Graphique 9a
Japon : Inflation, prix de l'immobilier et indice boursier



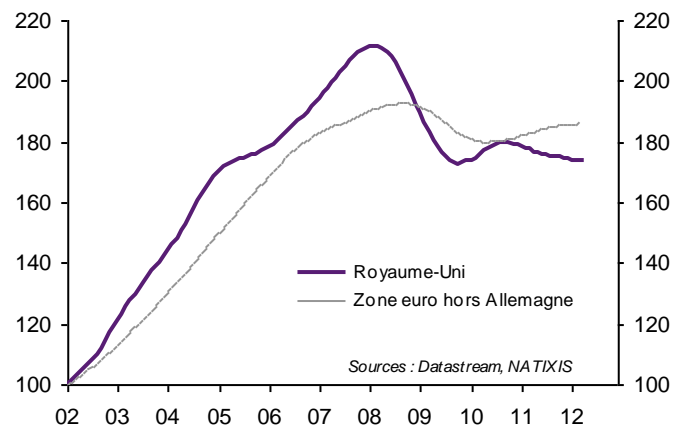
Graphique 9b
Japon : demande intérieure et salaire réel par tête (100 en 1990:1)



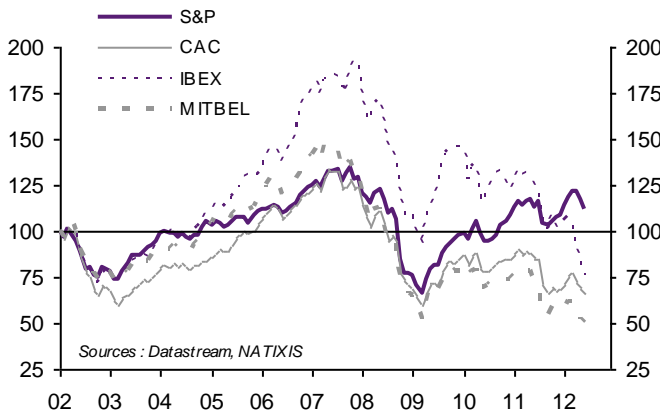
Graphique 10a
Inflation (CPI, GA en %)



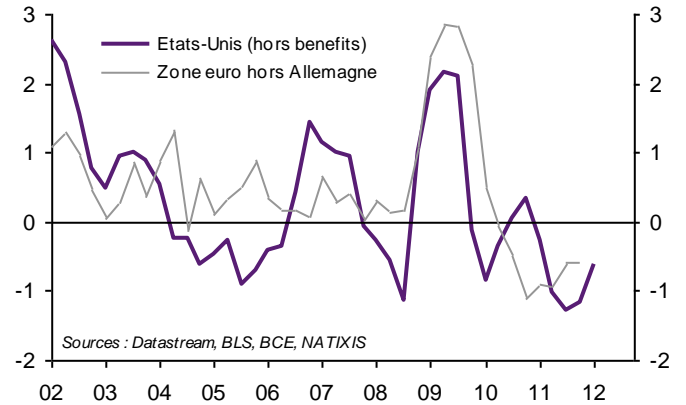
Graphique 10b
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



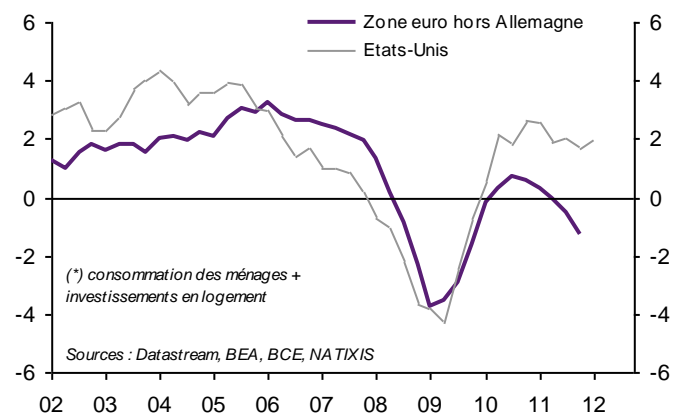
Graphique 10c
Indices boursiers (100 en 2002:1)



Graphique 10d
Salaire réel par tête
(déflaté par le prix conso, GA en %)



Graphique 10e
Demande des ménages* (volume, GA en %)

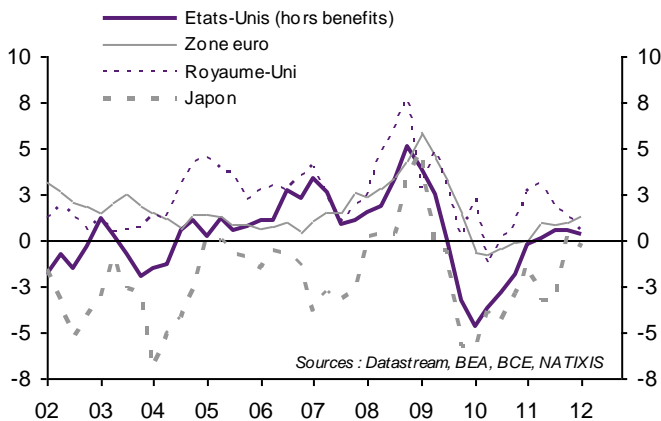


Synthèse : comment doivent évoluer les politiques monétaires ?

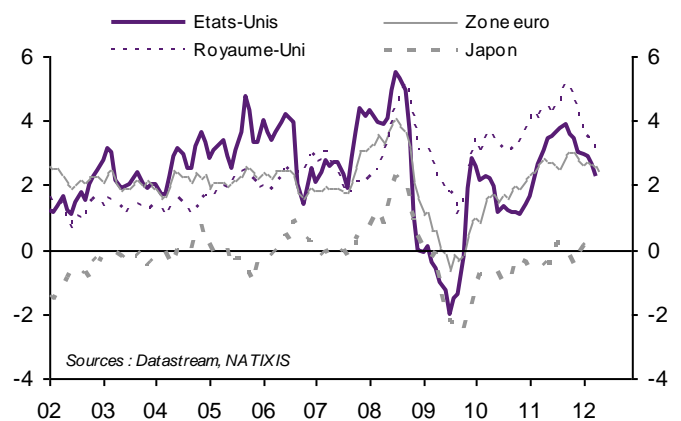
La crédibilité anti-inflationniste n'a plus vraiment de sens :

- quand les coûts salariaux unitaires reculent puis augmentent très faiblement (**graphique 11a**) ;
- et quand, au contraire, **il faut essayer de faire remonter l'inflation anticipée pour sortir de la déflation, aux États-Unis, au Japon (graphiques 11 b/c/d).**

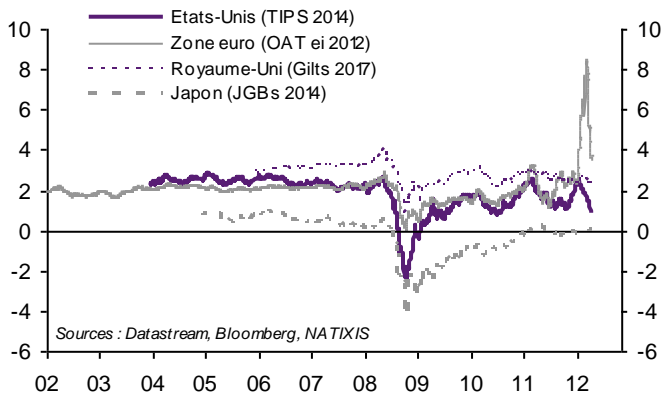
Graphique 11a
Coût salarial unitaire (GA en %)



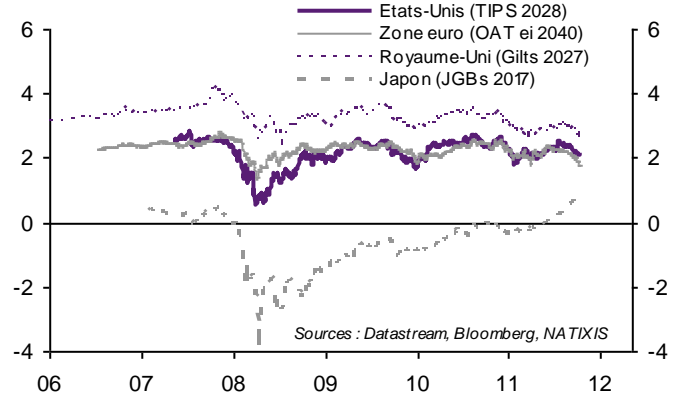
Graphique 11b
Inflation (CPI, GA en %)



Graphique 11c
Inflation de Break Even dans les obligations
indexées de maturité courte



Graphique 11d
Inflation de Break Even dans les obligations
indexées de maturité longue



S'il faut redresser l'inflation anticipée pour faire baisser les taux d'intérêt réels, la crédibilité anti-inflationniste est au contraire un handicap.

Nous pensons donc que **les Banques Centrales devraient aujourd'hui :**

- **inclure un objectif d'évolution raisonnable des taux d'endettement** dans leur liste d'objectifs (mais il est peut-être trop tard pour cela l'endettement étant déjà présent) ;
- **intervenir sur les marchés des actifs financiers importants. Les anomalies de valorisation et de fixation des primes de risque sont graves** ; elles conduisent à une allocation inefficace de l'épargne, à la succession de phases d'excès d'endettement et de crise financière. **Si les marchés financiers ne savent pas fixer des primes de risque convenables, il faut que les Banques Centrales agissent sur les prix de marché des actifs financiers.** On connaît leurs réticences : inclusion d'actifs risqués dans les bilans des Banques Centrales, absence de supériorité informationnelle pour définir les bonnes primes de risque... Mais **il faut admettre que la discipline de marché ne fonctionne pas.**
- **ne pas avoir une crédibilité asymétrique vis-à-vis de l'inflation** : il est aussi important de convaincre les agents économiques privés que la Banque Centrale veut conserver une inflation suffisante que de les convaincre qu'elle veut éviter une inflation excessive.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable 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.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant 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.

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 acceptée 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 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 sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances futures 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 agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) 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'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP 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 ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA