

A quelles questions théoriques les Banques Centrales doivent-elles répondre ?

L'expérience de politique monétaire très expansionniste depuis 2008 dans les pays de l'OCDE, et les trajectoires économiques des pays de l'OCDE, conduisent à s'interroger sur les fondements théoriques des politiques monétaires. Quelles sont les questions posées ?

- y a-t-il encore un arbitrage entre inflation et chômage à court terme (y a-t-il encore une courbe de Phillips) ? Si la réponse est négative, le fondement de la politique monétaire contracyclique de court terme disparaît ;
- par quoi est déterminée l'inflation à long terme ? On ne voit plus de lien à long terme entre croissance de l'offre de monnaie et inflation ; que doivent alors faire les Banques Centrales pour modifier les anticipations d'inflation à long terme ? Faut-il croire au néo-fisherisme (c'est le taux d'intérêt nominal qui détermine l'inflation) ?
- les effets favorables attendus des politiques monétaires (soutien de l'activité réelle par le canal du crédit, la dépréciation du change, les effets de richesse, le canal du risque) ne sont-ils pas devenus faibles ? Si c'est le cas :
 - la politique monétaire étant peu efficace, il faudrait en théorie l'utiliser peu ;
 - ces effets favorables peuvent être dominés par des effets défavorables de nature microéconomique (écrasement des primes de risque, mauvaise allocation de l'épargne, effets de revenu sur les épargnants) ou par les effets défavorables des taux d'intérêt très bas sur les intermédiaires financiers ;
- les politiques monétaires très expansionnistes ne révèlent-elles pas en réalité la « fiscal dominance » : la nécessité pour les Banques Centrales d'assurer la solvabilité budgétaire ? Les Banques Centrales ne créent-elles pas alors de forts aléas de moralité vis-à-vis des Etats, une forte irréversibilité des politiques monétaires expansionnistes ?
- les innovations technologiques, le digital... ne vont-ils pas faire apparaître une situation chronique de baisse des prix ? Il s'agirait d'un choc d'offre positif et non d'un choc de demande négatif : les Banques Centrales devraient-elles réagir par des politiques monétaires très expansionnistes ? Ne vaudrait-il pas mieux faire disparaître les rigidités nominales (sur les taux d'intérêt, les salaires nominaux) ?
- quels sont les effets redistributifs, les effets sur les inégalités des politiques monétaires très expansionnistes ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Les fondements théoriques des politiques monétaires

Les politiques monétaires sont basées sur un modèle de description du fonctionnement de l'économie qui peut être complexe, mais où, essentiellement :

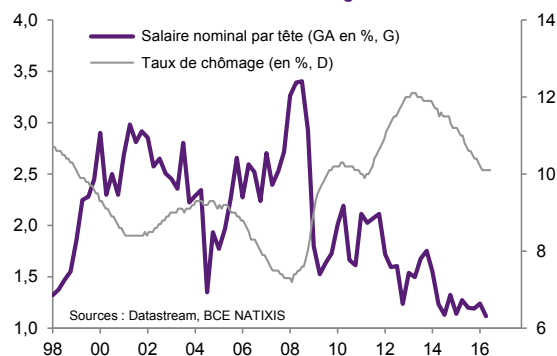
- à court terme, il y a arbitrage entre croissance et inflation ; l'inflation étant partiellement rigide, une baisse des taux d'intérêt nominaux fait baisser les taux d'intérêt réels, accroît l'activité réelle et accroît l'inflation ;
- à long terme, la politique monétaire n'a d'effet que sur l'inflation, celle-ci étant déterminée par la croissance de l'offre de monnaie.

Nous nous interrogeons sur la pertinence de ce modèle dans les économies contemporaines, et nous nous interrogeons aussi sur d'autres questions théoriques liées à la conduite des politiques monétaires. Nous allons prendre comme **exemple pour illustrer ces points le cas de la zone euro.**

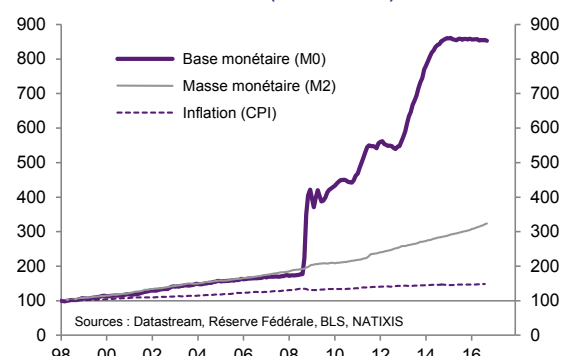
Politique monétaire et inflation

- **A court terme, il s'agit de savoir s'il y a encore un arbitrage entre chômage et inflation (une courbe de Phillips).** Si cet arbitrage a disparu, la Banque Centrale ne peut plus, par exemple, freiner l'inflation en montant les taux d'intérêt pour réduire l'activité et faire monter le chômage. **Dans la zone euro, dans la période récente, le lien entre inflation et chômage a disparu (graphique 1), ce qui est confirmé par l'analyse économétrique.**
- **A long terme, il s'agit de savoir si l'inflation est toujours déterminée par l'offre de monnaie.** Si ce n'est pas le cas, la politique monétaire (la croissance de la quantité de monnaie) n'est pas ce qui détermine l'inflation de long terme et **ceci ouvre beaucoup de questions** : comment est déterminée l'inflation de long terme ? Que détermine la politique monétaire à long terme ? Le **graphique 2** montre que, **dans la zone euro comme dans les autres régions, on rejette certainement l'idée du lien entre croissance de l'offre de monnaie et inflation de long terme.**

Graphique 1
Zone euro : salaire nominal par tête et taux de chômage



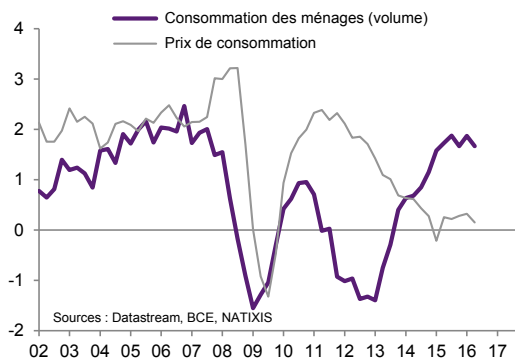
Graphique 2
Etats-Unis : base monétaire, masse monétaire et inflation (100 en 1998:1)



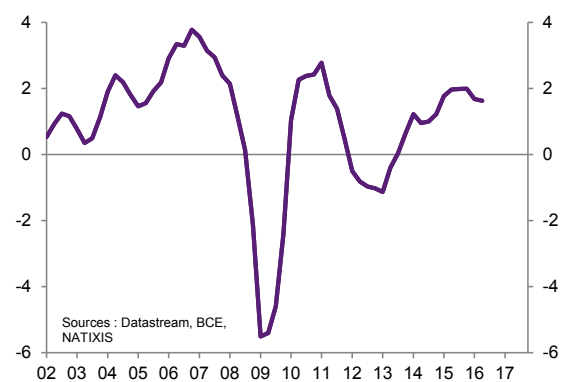
Faible efficacité de la politique monétaire

Le cas de la zone euro révèle la faible efficacité de la politique monétaire : si on corrige la croissance de la zone euro de l'effet positif sur la consommation des ménages de la baisse de l'inflation due à la baisse du prix du pétrole (graphique 3a), on voit que malgré le Quantitative Easing il n'y a pas eu d'accélération de la croissance de la zone euro (graphique 3b).

Graphique 3a
Zone euro : consommation et prix de consommation (GA en %)

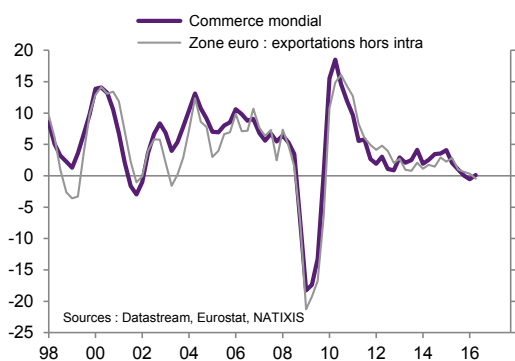


Graphique 3b
Zone euro : croissance du PIB (volume, GA en %)

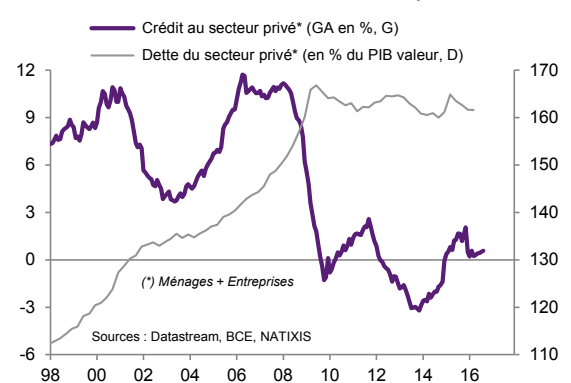


Ceci vient de la faiblesse des effets de richesse, du faible effet de la dépréciation de l'euro sur les exportations (graphique 4a), de la faiblesse de la reprise du crédit avec les taux d'endettement élevés (graphique 4b).

Graphique 4a
Commerce mondial et exportations de la zone euro (volume, GA en %)



Graphique 4b
Zone euro : crédit et dette du secteur privé*



Si l'effet de la politique monétaire sur la croissance de la zone euro est faible :

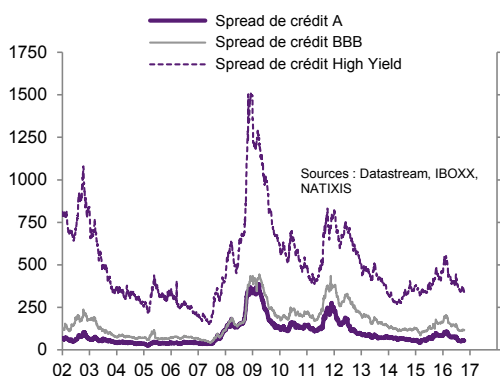
- faut-il alors autant utiliser la politique monétaire si elle est inefficace ?
- les effets défavorables de la politique monétaire très expansionniste de la BCE ne dominent-ils pas ?

Il s'agit :

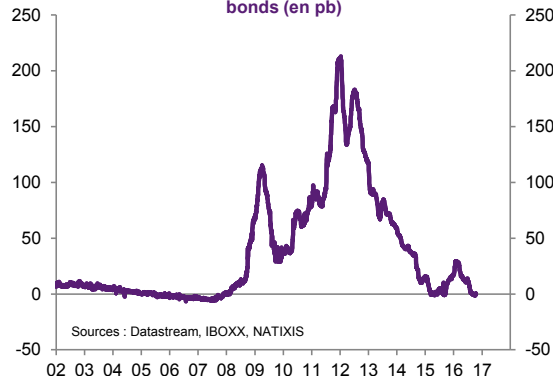
- de l'écrasement des primes de risque (sur les dettes des entreprises, graphique 5a, sur les covered bonds, graphique 5b), qui conduisent à une prise de risque excessive par les investisseurs et à une allocation inefficace de l'épargne ;

- de l'affaiblissement des banques et des sociétés d'assurance par les taux d'intérêt très bas.

Graphique 5a
Zone euro : spread de crédit (asset swap, en pb)



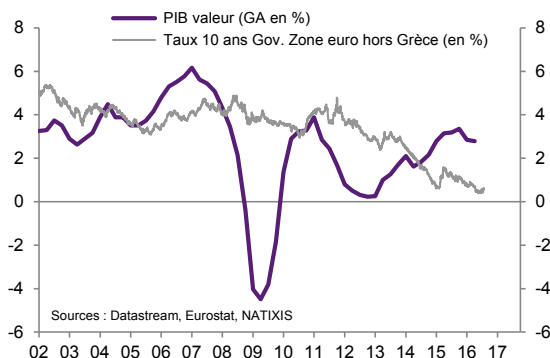
Graphique 5b
Zone euro : spread contre swaps sur les covered bonds (en pb)



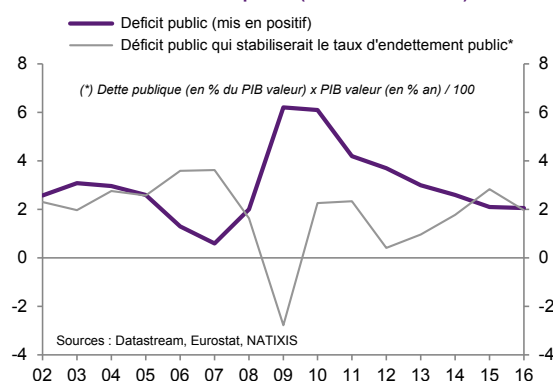
Fiscal Dominance ?

Le Quantitative Easing conduit à un **niveau anormalement faible des taux d'intérêt à long terme (graphique 6a)** qui permet de rétablir la solvabilité budgétaire des pays de la zone euro (graphique 6b) grâce à la baisse des paiements d'intérêts sur la dette (graphique 6c).

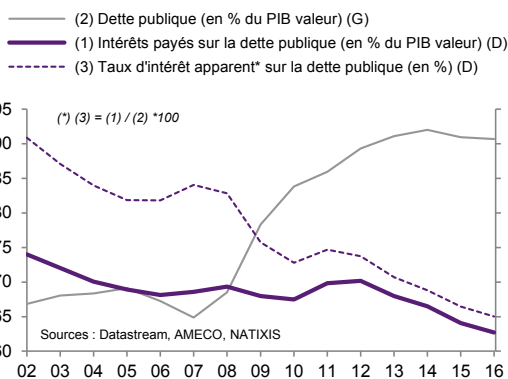
Graphique 6a
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 6b
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 6c
Zone euro : intérêts payés et dette publique

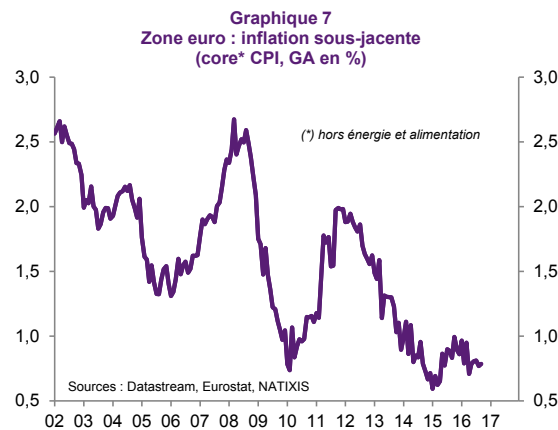


Il y a donc présomption de « fiscal dominance » : la politique monétaire très expansionniste sert à rétablir la solvabilité budgétaire. Si c'est le cas :

- les Banques Centrales risquent d'inciter les Etats à ne pas corriger les déficits publics ;
- les politiques monétaires très expansionnistes risquent de devenir irréversibles.

Digital, baisse des prix

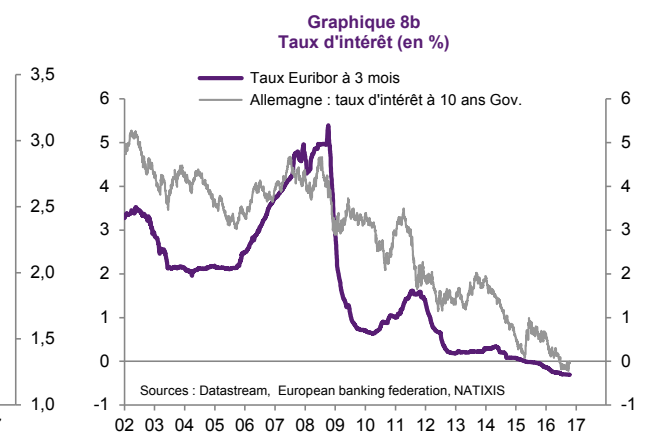
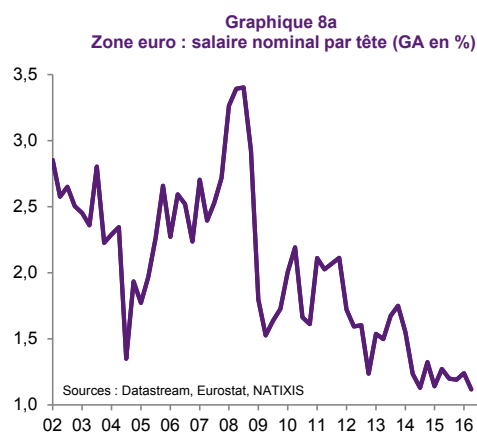
Le développement de l'économie digitale, des plateformes numériques, de « l'uberisation », de la robotisation... peuvent peut-être conduire à une période de baisse des prix, ou du moins d'inflation sous-jacente très faible (graphique 7).



L'inflation faible viendrait alors d'un choc d'offre positif et non d'un choc de demande négatif.

Que devaient alors faire les Banques Centrales ?

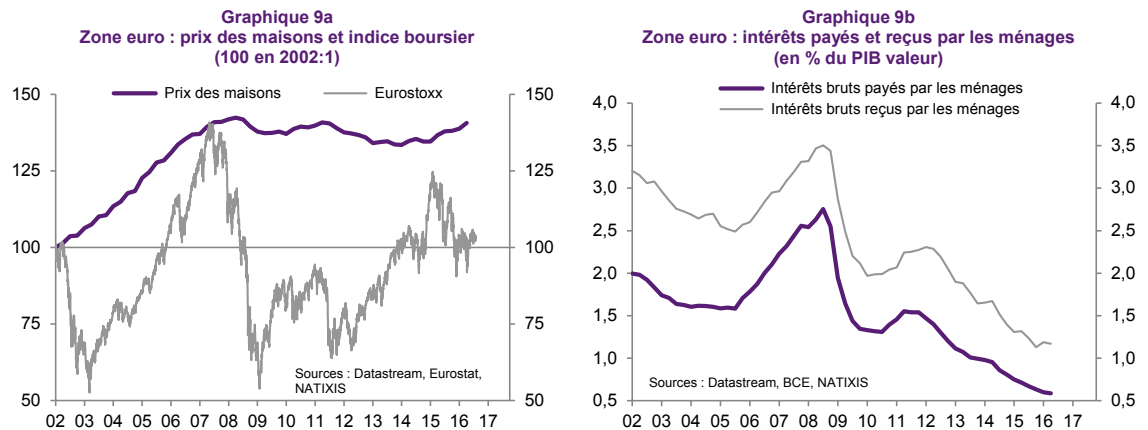
- lutter durablement contre l'inflation faible par une politique monétaire durablement très expansionniste ?
- faire disparaître les rigidités nominales (de salaire, graphique 8a, de taux d'intérêt, graphique 8b), pour permettre que l'inflation puisse être négative sans qu'il y ait déflation.



Effets redistributifs des politiques monétaires

Les politiques monétaires très expansionnistes génèrent des effets redistributifs complexes :

- elles font monter les prix des actifs (graphique 9a), ce qui est favorable aux « riches » ;
- elles réalisent un transfert de revenu des prêteurs vers les emprunteurs (graphique 9b), ce qui est au contraire défavorable aux « riches ».



Synthèse : on aimerait bien entendre les Banques Centrales sur tous ces points

On aimerait bien en effet entendre les Banques Centrales sur tous ces points théoriques :

- les déterminants de l'inflation à court terme et à long terme ;
- les conséquences de la faiblesse des effets des politiques monétaires sur l'économie réelle ;
- la fiscal dominance ;
- le digital et la baisse des prix ;
- les effets redistributifs des politiques monétaires.

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 de manière 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 REFLETENT, 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>