

Flash Economie

11 février 2020 - 190

Les Banques Centrales des pays de l'OCDE se sont encore plus éloignées du « Leaning Against the Wind »

Le « Leaning Against the Wind » est la politique monétaire, que la plupart des économistes appellent de leurs vœux, et qui consiste à passer, dans les périodes d'expansion, progressivement à une politique monétaire plus restrictive pour éviter l'excès d'endettement et les bulles sur les prix des actifs.

Déjà, dans les années 1990 et dans les années 2000, les Banques Centrales avaient rejeté l'utilisation du « Leaning Against the Wind » au profit de ce qu'on appelle « cleaning » : utiliser une politique monétaire très expansionniste lorsqu'une crise financière se déclenche pour en limiter les effets.

Nous rappelons les motivations, pratiques et théoriques, de ce choix : on voit aujourd'hui un rejet encore plus grand du « Leaning Against the Wind » par les Banques Centrales qu'avant la crise de 2008-2009. Cela doit inquiéter : la probabilité qu'une crise financière survienne dans le futur est très grande ; lorsque cette crise se déclenche, il ne pourra pas y avoir de « cleaning », puisque les taux d'intérêt seront encore très bas, ou même devront monter si cette crise est déclenchée par le retour de l'inflation.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

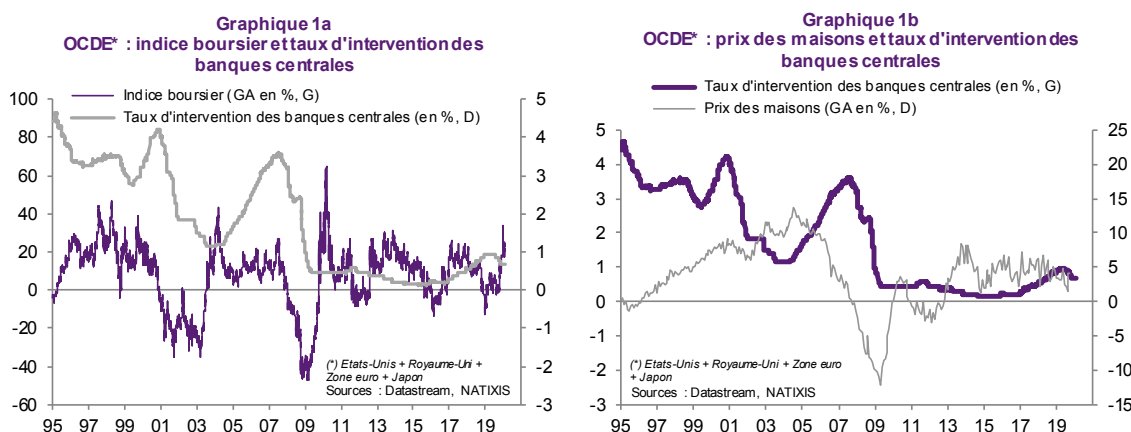
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

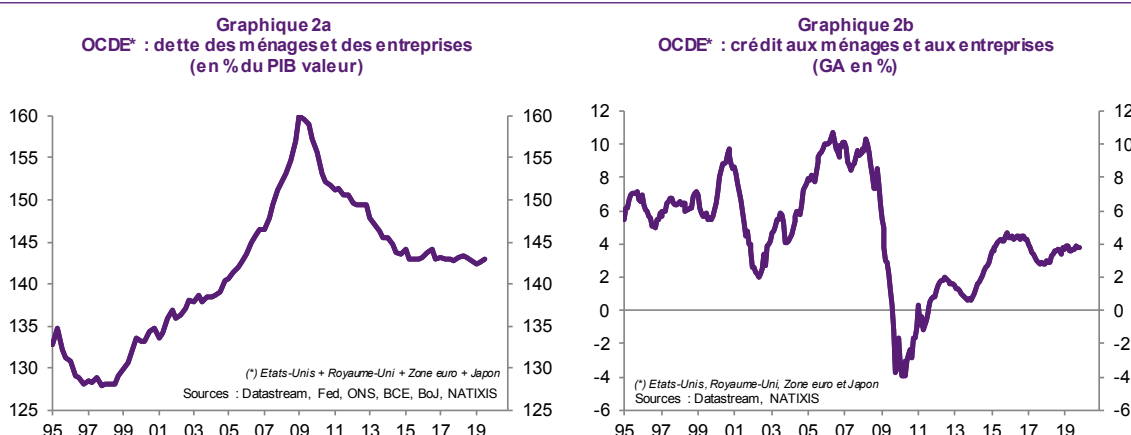
Déjà, dans le passé, les Banques Centrales des pays de l'OCDE rejetaient le « Leaning Against the Wind »

Le « Leaning Against the Wind » est donc une politique monétaire devenant progressivement plus restrictive dans les périodes de croissance afin d'éviter une hausse excessive des prix des actifs (actions, immobilier) et une hausse excessive des taux d'endettement, l'une et l'autre conduisant à une crise financière et à une récession.

Déjà, dans les années 1990 et dans les années 2000, les Banques Centrales avaient rejeté le « Leaning Against the Wind ». Les taux d'intérêt directeurs des Banques Centrales étaient restés nettement inférieurs à la croissance des cours boursiers (**graphique 1a**) et à la croissance des prix de l'immobilier résidentiel (**graphique 1b**). Dans les années 1990, le taux d'intérêt monte jusqu'à 4,5% avec une hausse des cours boursiers de 40% au pic ; dans les années 2000, les taux d'intérêt montent jusqu'à 3,5% avec une hausse des prix de l'immobilier de 13% au pic.

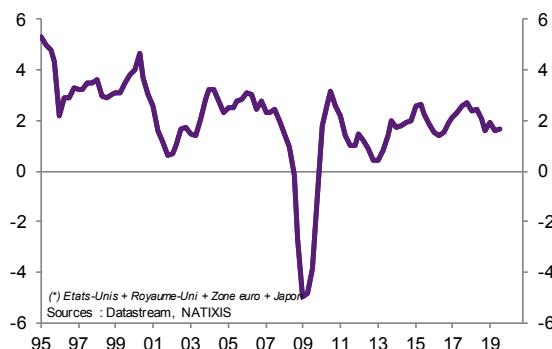


Les taux d'intérêt, de plus, n'ont pas été suffisamment élevés pour empêcher, pendant les périodes de croissance (1997-2000 et 2002-2008) la hausse de l'endettement du secteur privé : le taux d'endettement du secteur privé passe de 128% du Produit Intérieur Brut en 1997 à 134% du PIB en 2002, puis à 160% du PIB en 2008 (**graphiques 2a/b**).



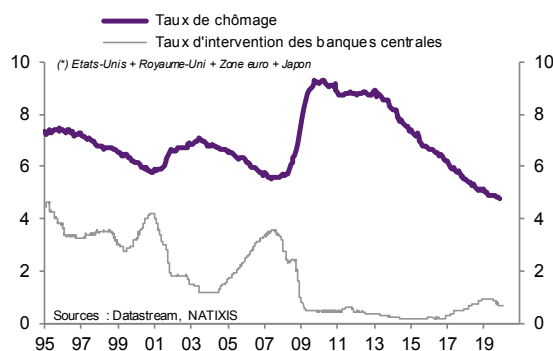
Le rejet du « Leaning Against the Wind » est donc clair : les Banques Centrales ont laissé monter rapidement, durant ces périodes de croissance, les prix des actifs et l'endettement, et ceci a conduit aux crises et aux récessions de 2000 (avec l'explosion de la bulle boursière et la correction de l'endettement des entreprises) et de 2008 (avec l'explosion de la bulle immobilière et la correction de l'endettement des ménages), **graphique 3**.

Graphique 3
OCDE* : PIB volume (GA en %)



Ceci a conduit, au moment des crises, à l'utilisation du « cleaning » : une politique monétaire très expansionniste au moment où la crise se déclenche pour en limiter les effets (**graphique 4**).

Graphique 4
OCDE* : taux de chômage, taux d'intervention des Banques Centrales (en %)

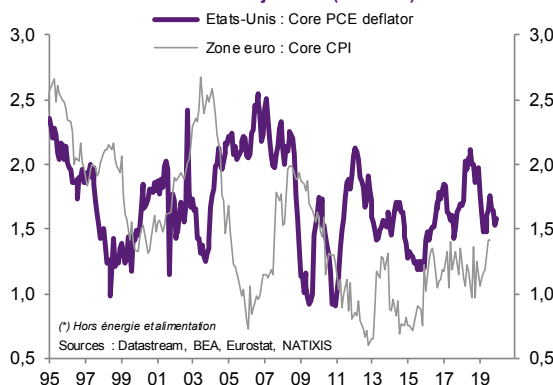


Les causes théoriques du choix des Banques Centrales

Pourquoi les Banques Centrales ont-elles rejeté le « Leaning Against the Wind » ?

D'une part, parce que l'inflation n'est plus devenue forte même au plein emploi : le pic d'inflation sous-jacente (hors énergie) depuis 1995 est de 2,6% aux Etats-Unis, de 2,7% dans la zone euro (**graphique 5**).

Graphique 5
Inflation sous-jacente* (GA en %)

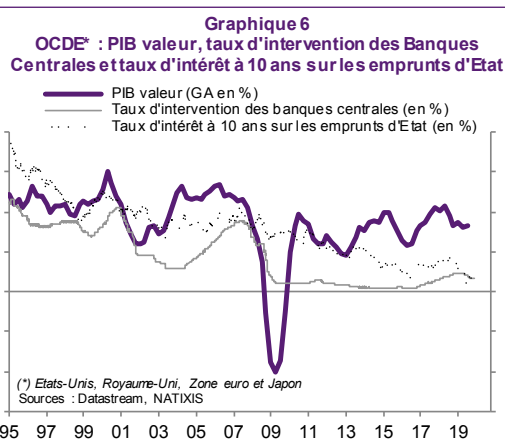


D'autre part, et c'est un argument intéressant, parce que les Banques Centrales pensent qu'il faudrait des taux d'intérêt extrêmement élevés pour empêcher la hausse des prix des actifs ou de l'endettement, et que ceci affaiblirait exagérément l'économie.

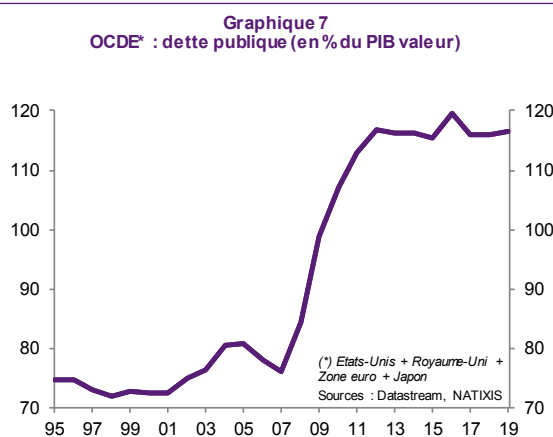
Les Banques Centrales sont encore plus loin aujourd'hui du « Leaning Against the Wind »

Les Banques Centrales des pays de l'OCDE ont maintenu aujourd'hui une politique monétaire très expansionniste, d'où le maintien aussi de taux d'intérêt extrêmement bas (**graphique 6** ; le taux d'intérêt à 10 ans sur les dettes publiques est de 0,8% au début de 2020 pour une croissance nominale de 3,4% par an).

Si l'endettement du secteur privé augmente aujourd'hui peu (le crédit du secteur privé est en hausse de 4% par an), les cours boursiers (en hausse de 25% par an) et les prix de l'immobilier (en hausse de 5% par an) sont en progression rapide en raison du niveau très bas des taux d'intérêt et de l'abondance de la liquidité.



La hausse qui se poursuit du taux d'endettement public (117% du PIB en 2019 pour l'ensemble de l'OCDE contre 108% du PIB en 2010, **graphique 7**), peut aussi être expliquée par la politique monétaire très expansionniste.



On se situe donc bien aujourd'hui très loin du « Leaning Against the Wind ».

Synthèse : il nous semble donc qu'il faut être inquiet

Le rejet de plus en plus clair du « Leaning Against the Wind » (de la réaction aux déséquilibres financiers même en l'absence d'inflation) par les Banques Centrales des pays de l'OCDE doit certainement faire craindre à nouveau, et pour les mêmes raisons (explosion de bulles sur les prix des actifs) le déclenchement dans le futur d'une crise financière.

Celle-ci-pourrait être grave : il n'y aurait pas, cette fois-ci, de possibilité de mener de « cleaning » : les taux d'intérêt étant extrêmement bas, il sera impossible de les baisser pour réagir à la crise. Même, si la crise financière est déclenchée par le retour de l'inflation, elle sera accompagnée par une hausse des taux d'intérêt.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et 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.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

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 conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue 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.

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.

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.

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 (le cas échéant) 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.

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. 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.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

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>

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'exerce 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.