

## Flash Economie

5 mai 2020 - 543

### Un besoin fort de politiques macroprudentielles après cette crise

La création monétaire due à la monétisation des dettes publiques va être considérable durant la crise du coronavirus. Le sujet central d'inquiétude n'est donc pas l'excès d'endettement public (les dettes sont monétisées) mais l'excès d'offre de monnaie.

Il pourrait en résulter :

- des bulles sur les prix des actifs, en particulier sur l'immobilier résidentiel, qui sont dangereuses en soi et accroissent les inégalités de patrimoine ;
- une variabilité et une taille très grande des mouvements de capitaux internationaux, en particulier depuis et vers les pays émergents, donc des taux de change.

Si une crise des dettes publiques est évitée, il n'en est peut-être pas de même d'une crise d'instabilité financière, et c'est pour cela que des politiques macroprudentielles actives vont être nécessaires :

- pour lutter contre les bulles immobilières, par exemple avec l'utilisation de loan-to-value ratios et de la taxation des plus-values en capital à court terme sur l'immobilier ;
- pour lutter contre les capitaux internationaux spéculatifs, avec l'introduction de contrôles sélectifs des capitaux.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

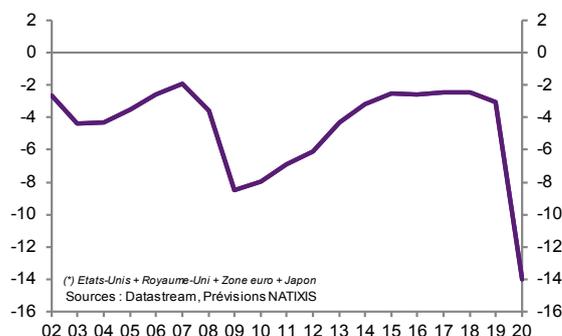
 @PatrickArtus

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Le problème est l'excès de création monétaire pas l'excès de dette publique

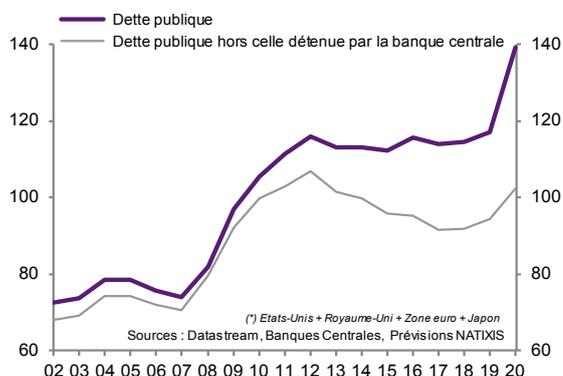
Les Banques Centrales des pays de l'OCDE vont **monétiser en 2020 les déficits publics massifs mis en place par les gouvernements (graphique 1).**

Graphique 1  
OCDE\* : déficit public (en % du PIB valeur)



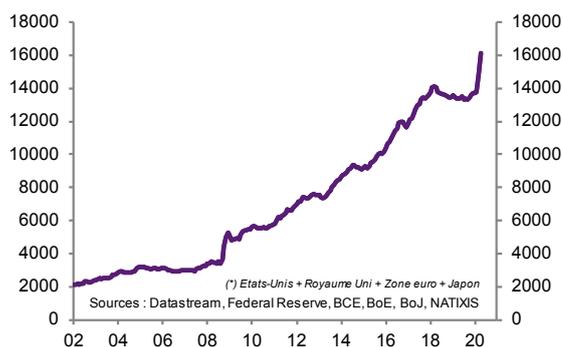
On se rappelle **qu'une dette publique irréversiblement achetée par une Banque Centrale est de fait annulée** (la Banque Centrale reversant ses profits à l'Etat, la dette publique qu'elle détient est gratuite ; si la Banque Centrale conserve cette dette dans son bilan et la renouvelle à l'échéance, cette dette publique n'est pas remboursée). **La hausse du taux d'endettement public est donc comptable, mais pas économique** : la partie de la dette publique détenue par la Banque Centrale est en réalité annulée, et **seule la dette publique non détenue par la Banque Centrale importe (graphique 2).**

Graphique 2  
OCDE\* : dette publique (en % du PIB valeur)



Le problème va donc être l'excès de création monétaire (graphique 3) avec la monétisation des dettes publiques et pas l'excès de dette publique.

**Graphique 3**  
OCDE\* : base monétaire (Md\$)

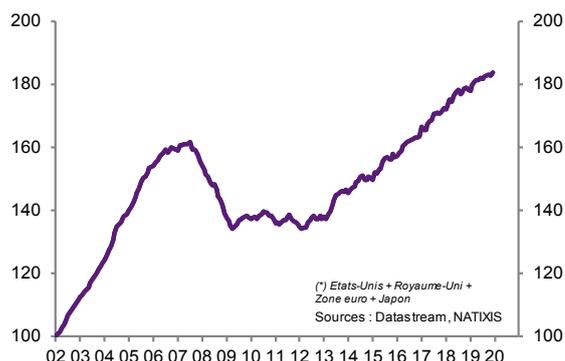


## Qu'attendre s'il y a excès de création monétaire ?

On sait que s'il y a excès de création monétaire, il faut craindre :

- des bulles sur les prix des actifs, en particulier sur l'immobilier résidentiel (graphique 4) ;

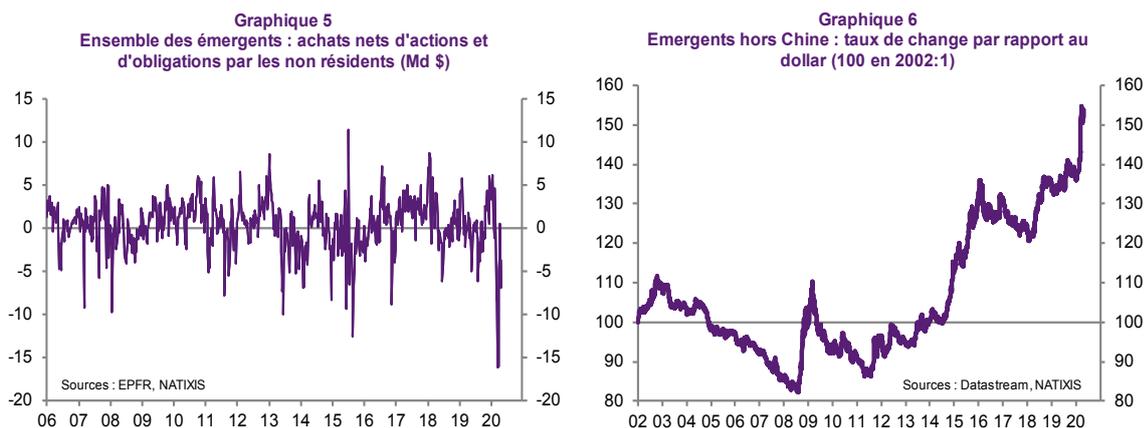
**Graphique 4**  
OCDE\* : prix des maisons (100 en 2002:1)



En effet, la demande d'actions risque d'être affaiblie par la mémoire de la crise, et **l'immobilier commercial** va être affecté par la hausse du poids de la consommation en ligne et par la hausse du recours au travail à la maison. Les bulles, en particulier sur l'immobilier **sont dangereuses** (elles peuvent déclencher une crise financière), **elles accroissent les inégalités de patrimoine** ;

- **une variabilité forte des flux de capitaux internationaux**, alimentée par l'excès de liquidité.

Ceci s'est déjà vu après la crise des subprimes, en particulier en ce qui concerne **les flux de capitaux vers ou depuis les pays émergents (graphique 5)**, ce qui conduit à une **forte variabilité des taux de change (graphique 6)**.



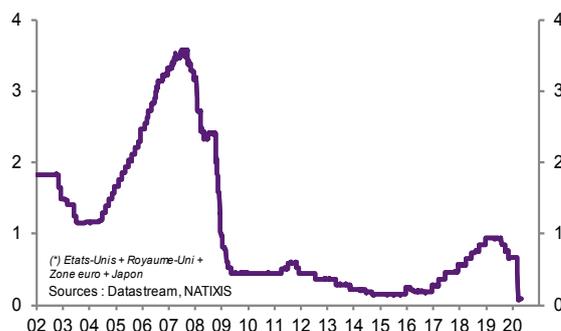
On peut donc au total craindre **une forte instabilité financière due à l'excès de création monétaire.**

## Synthèse : comment corriger l'instabilité financière ?

Le risque, avec la politique économique mise en place en réaction à la crise du coronavirus, **n'est donc pas un risque de crise des dettes publiques mais est un risque d'instabilité financière dû à l'excès de création monétaire.**

Comment réduire cette instabilité financière ? **Les Banques Centrales ne pourront pas, pendant plusieurs années, compte tenu du degré de sous-emploi accroître leurs taux d'intérêt (graphique 7).**

**Graphique 7**  
OCDE\* : taux d'intervention des banques centrales (en %)



**Il faut donc utiliser davantage les politiques macroprudentielles, par exemple :**

- **pour lutter contre la bulle immobilière**, limiter l'endettement (avec des loan-to-value ratios plus bas), taxer plus fortement les plus-values à court terme sur le capital immobilier ;
- **pour lutter contre la volatilité des capitaux internationaux**, introduire dans les pays émergents des contrôles des capitaux portant sur les capitaux à court terme spéculatifs.

## 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 receviez 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.