

## Flash Economie

4 juin 2020 - 675

### Faut-il ne jamais revenir à une politique monétaire plus restrictive ?

Dans les récessions et les crises, les Banques Centrales (nous regardons par exemple les Etats-Unis et la zone euro) mènent des politiques monétaires de plus en plus expansionnistes, pour soutenir la demande et aussi pour permettre aux gouvernements de mener des politiques budgétaires très expansionnistes.

Les politiques monétaires expansionnistes conduisent ensuite à des hausses rapides des prix des actifs financiers et immobiliers.

On souhaite alors souvent que les Banques Centrales passent, dans les périodes d'expansion, à des politiques monétaires restrictives (« Leaning Against the Wind ») pour empêcher l'apparition des bulles sur les prix des actifs.

Mais beaucoup de travaux de recherche montrent qu'il serait une erreur de mener cette politique de « Leaning Against the Wind » (politique monétaire plus restrictive pour éviter les bulles) : elle affaiblirait l'économie et de plus déclencherait les crises financières au lieu de permettre de les éviter.

Si on suit ces travaux, il y a une politique monétaire très expansionniste dans les récessions et une politique monétaire restant expansionniste dans les périodes d'expansion, jamais plus une politique monétaire restrictive.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

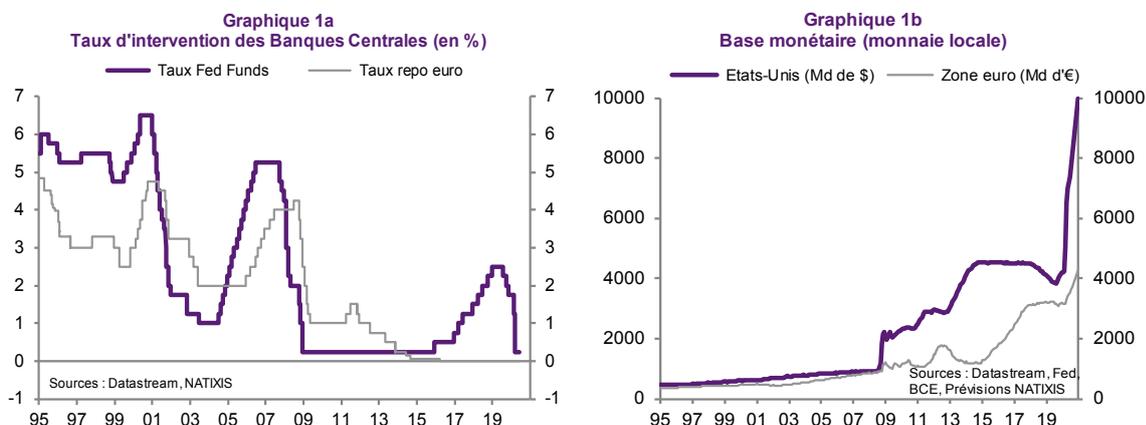
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

(1) Voir par exemple, dans la lignée de L. SVENSSON (2017) "Cost-Benefit Analysis of Leaning Against the Wind" Journal of Monetary Economics vol 90.

M. SCHULARICK, L. TERSTEEGE, F. WARD (2020) "Leaning Against The Wind and Crisis Risk" CEPR Discussion Paper 14797, mai

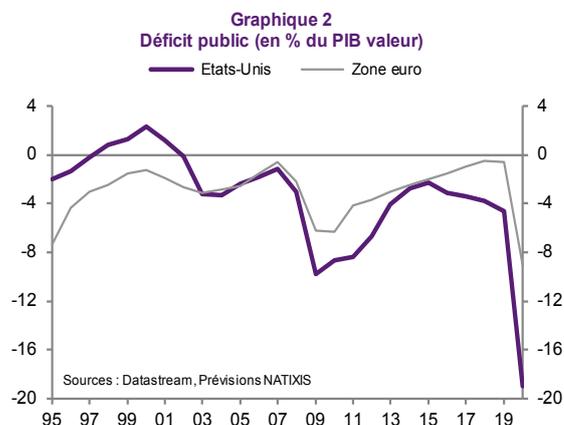
## Politiques monétaires de plus en plus expansionnistes dans les récessions

On voit, récession après récession, que les **politiques monétaires** (nous prenons l'exemple des Etats-Unis et de la zone euro) **deviennent de plus en plus expansionnistes dans les récessions** : taux d'intérêt nuls, création monétaire de plus en plus forte (**graphiques 1a/b**).



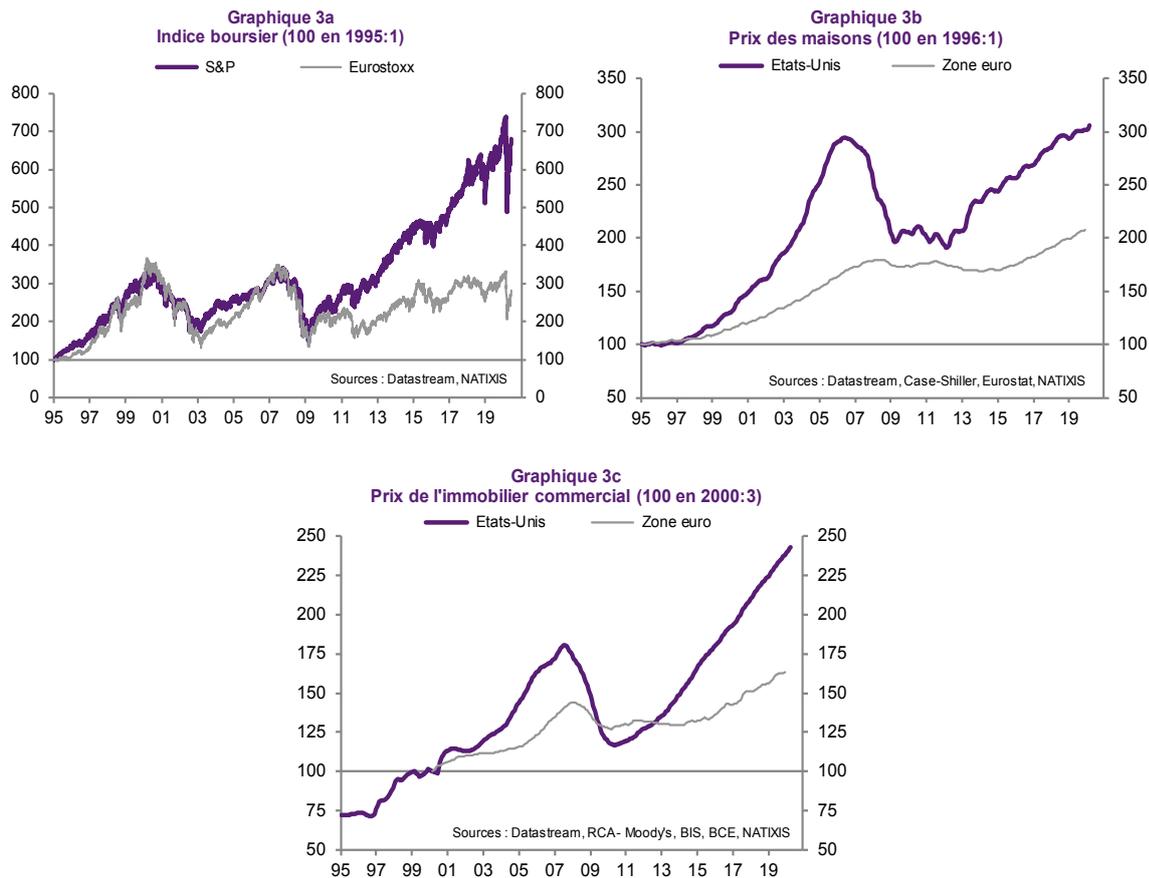
L'objectif de ces politiques monétaires expansionnistes est :

- bien sûr de **soutenir la demande** ;
- mais aussi de plus en plus de **permettre que les gouvernements puissent mettre en place des politiques budgétaires de plus en plus expansionnistes (graphique 2)** en monétisant les déficits publics.



**On suggère souvent l'utilisation du « Leaning Against the Wind » dans les périodes d'expansion, en contrepartie de ces politiques monétaires très expansionnistes dans les récessions**

Les politiques monétaires très expansionnistes dans les récessions conduisent ensuite à une **hausse rapide des prix des actifs**, financiers et immobiliers (**graphiques 3a/b/c**).

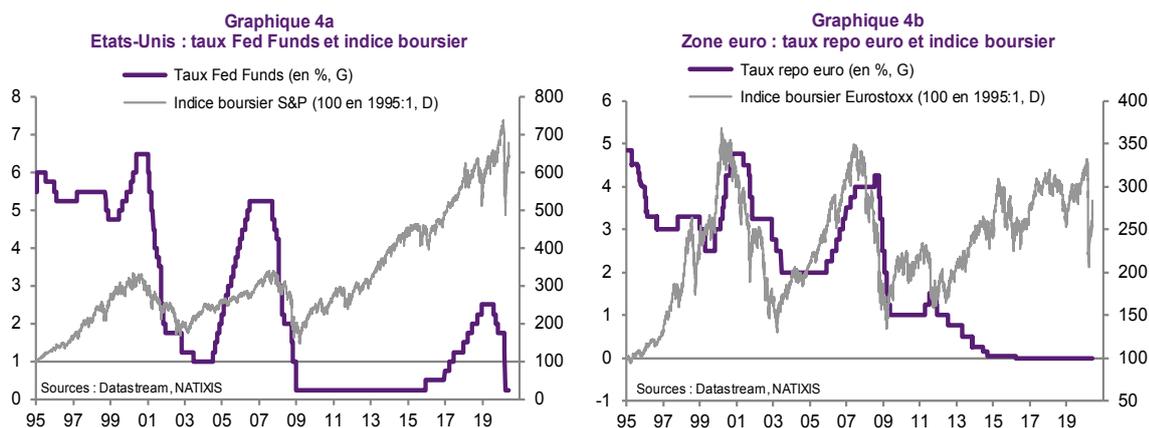


On suggère donc normalement la mise en place, dans les périodes d'expansion, du « **Leaning Against the Wind** », c'est-à-dire d'une **politique monétaire plus restrictive**, même s'il n'y pas d'inflation, **visant à empêcher l'apparition de bulles sur les prix des actifs** (ou d'un excès d'endettement) **après les récessions**.

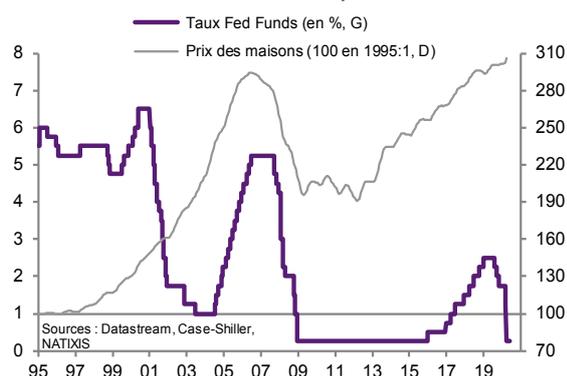
Mais la littérature économique récente va dans une autre direction : elle rejette l'utilisation de « **Leaning Against the Wind** » en mettant en avant :

- le coût économique de la politique monétaire plus restrictive ;
- le fait que la politique monétaire plus restrictive déclenche les crises financières (explosion des bulles sur les prix des actifs) au lieu de les éviter.

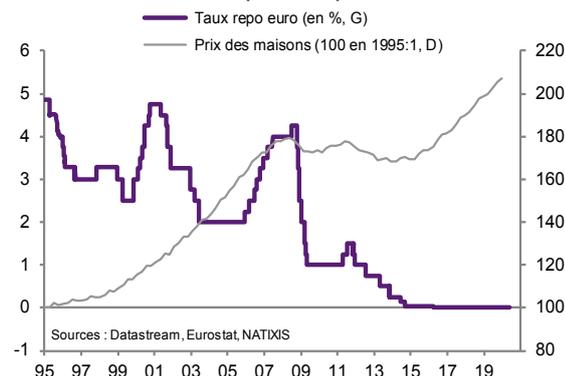
La hausse des taux d'intérêt fait effectivement chuter les prix des actifs, comme on l'a vu en 2000 et en 2007-2008 (graphiques 4a/b/c/d).



**Graphique 4c**  
Etats-Unis : taux Fed Funds et prix des maisons



**Graphique 4d**  
Zone euro : taux repo euro et prix des maisons



## Synthèse : une politique monétaire toujours expansionniste ?

Si, comme il a été vu ci-dessus :

- les politiques monétaires deviennent de plus en plus expansionnistes dans les récessions ;
- le « Leaning Against the Wind » est rejeté parce que les politiques monétaires plus restrictives dans les périodes de croissance déclenchent des crises financières,

alors les politiques monétaires sont très expansionnistes dans les récessions et restent expansionnistes dans les périodes de croissance.

Il n'y a donc jamais plus de sortie des politiques monétaires très expansionnistes, ce qui nous conforte dans l'idée qu'il y aura multiplication des bulles.

## 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.