

## Flash Economie

14 décembre 2016 - 1382

### Quelles sont les préférences des Banques Centrales au vue de leur comportement récent ?

Nous regardons le comportement de la Réserve Fédérale, de la Banque d'Angleterre, de la BCE et de la Banque du Japon pour essayer de comprendre ce que sont leurs préférences. En particulier :

- préfèrent-elles éviter le risque de crise de la dette ou le risque de crise de change (de fuite devant la monnaie) ?
- mettent-elles plus de poids sur les objectifs d'inflation et de croissance ou sur l'objectif de stabilité financière ?
- acceptent-elles ou non la coordination internationale des politiques monétaires ?

Nous craignons que les politiques monétaires des pays de l'OCDE ne servent à assurer la solvabilité budgétaire, sans essayer d'éviter l'instabilité financière et sans être coordonnées entre elles.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

---

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

**BANQUE DE GRANDE CLIENTELE**  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## Les composantes des préférences des Banques Centrales

Nous nous intéressons aux composantes suivantes des préférences des Banques Centrales aux États-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro, au Japon :

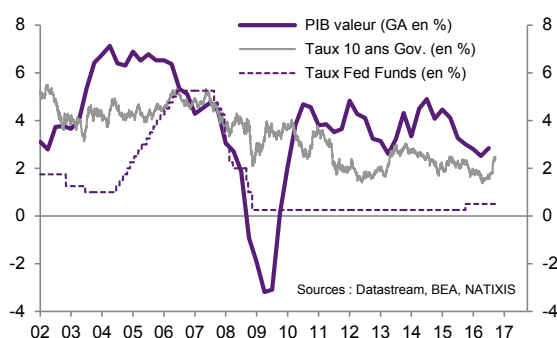
- les Banques Centrales préfèrent-elles **éviter le risque d'une crise des dettes publiques ou d'une crise liée à l'excès d'offre de monnaie** (en particulier crise de change s'il y a fuite devant la monnaie) ?
- les Banques Centrales mettent-elles le poids **le plus élevé sur l'objectif d'inflation, de croissance, de stabilité financière** ?
- les Banques Centrales souhaitent-elles qu'il y ait **coordination internationale des politiques monétaires** ?

## Quelles sont les préférences des Banques Centrales ?

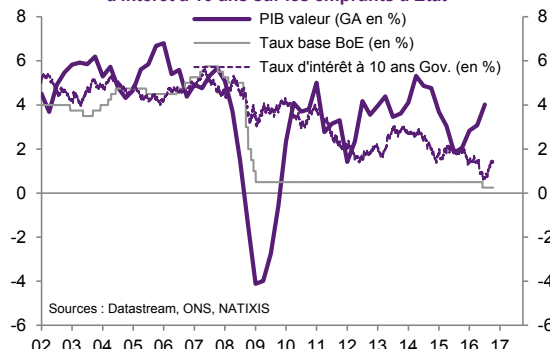
**Éviter une crise de la dette publique ou éviter une crise de fuite devant la monnaie ?**

Les graphiques 1a/b/c/d comparent les taux d'intérêt à long terme à la croissance nominale ; le graphique 2 montre les taux d'endettement public ; le graphique 3 montre la taille du bilan de la Banque Centrale ; les graphiques 4a/b/c/d montrent les achats d'actions et d'obligations étrangères par les investisseurs domestiques ; les graphiques 5a/b/c/d montrent les positions à terme ouverte sur les devises.

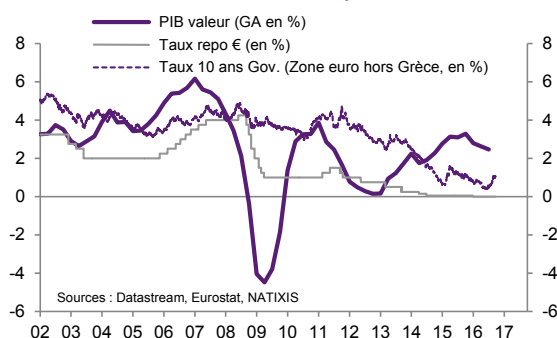
Graphique 1a  
Etats-Unis : PIB valeur, taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux Fed Funds



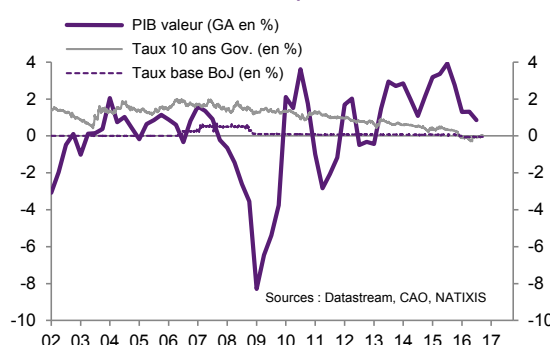
Graphique 1b  
Royaume-Uni : PIB valeur, taux base BoE et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



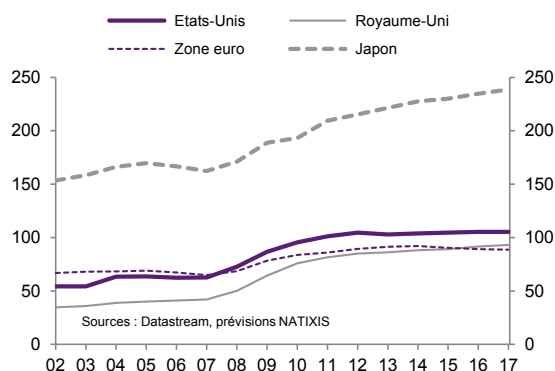
Graphique 1c  
Zone euro : PIB valeur, taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



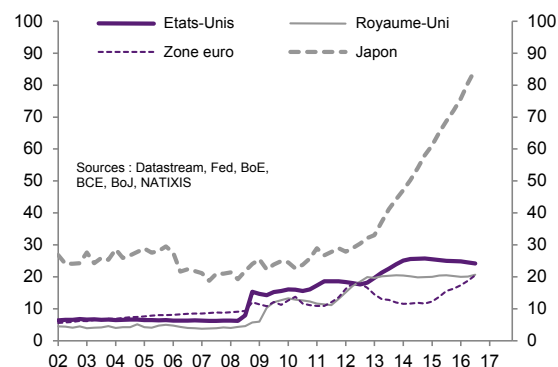
Graphique 1d  
Japon : PIB valeur, taux base BoJ et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



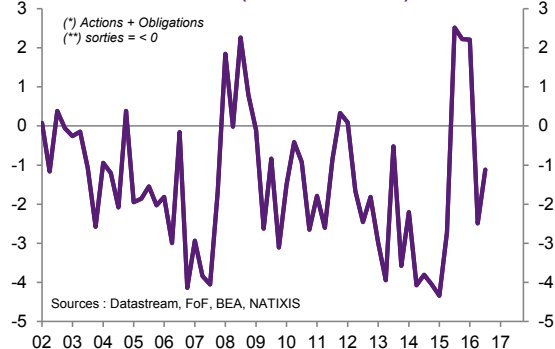
**Graphique 2**  
Dette publique (en % du PIB valeur)



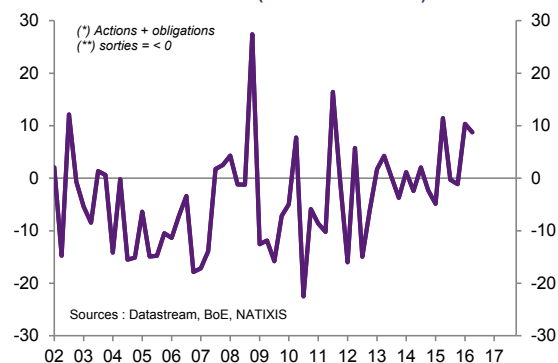
**Graphique 3**  
Base monétaire (en % du PIB valeur)



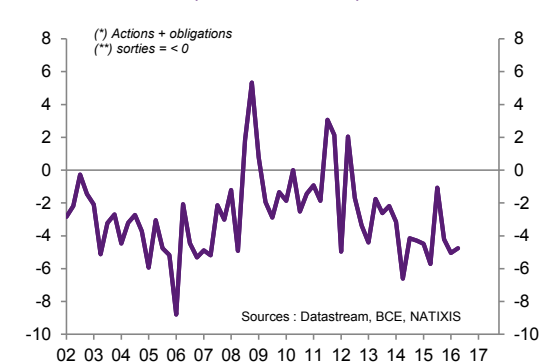
**Graphique 4a**  
Etats-Unis : achats nets d'actifs étrangers\* par les résidents\*\* (en % du PIB valeur)



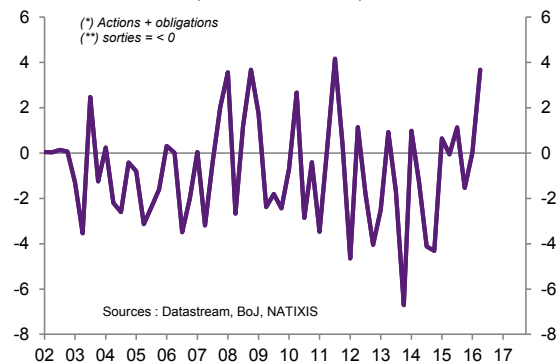
**Graphique 4b**  
Royaume-Uni : achats nets d'actifs étrangers\* par les résidents\*\* (en % du PIB valeur)



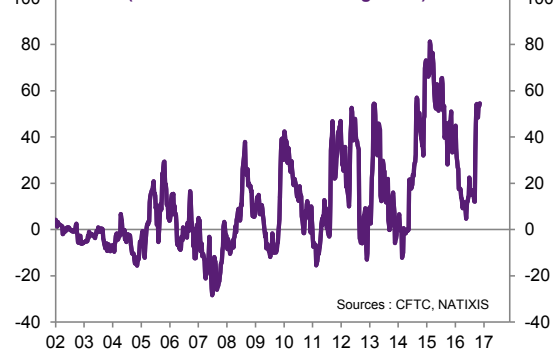
**Graphique 4c**  
Zone euro : achats nets d'actifs\* par les résidents\*\* (en % du PIB valeur)



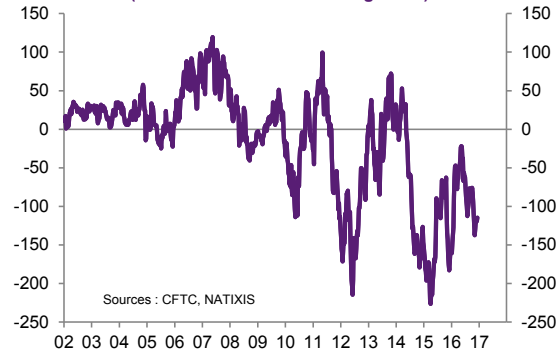
**Graphique 4d**  
Japon : achats nets d'actifs\* par les résidents (en % du PIB valeur)

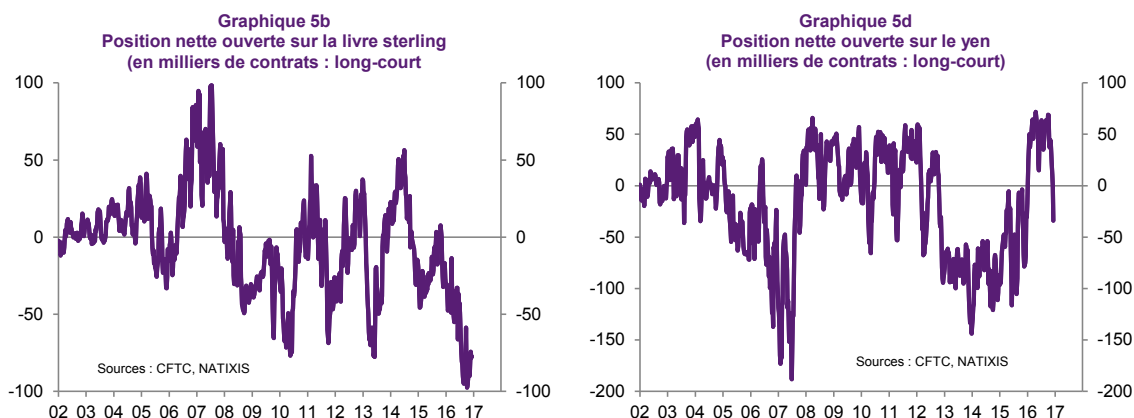


**Graphique 5a**  
Position nette ouverte sur le dollar (en milliers de contrats : long-court)



**Graphique 5c**  
Position nette ouverte sur l'euro (en milliers de contrats : long-court)





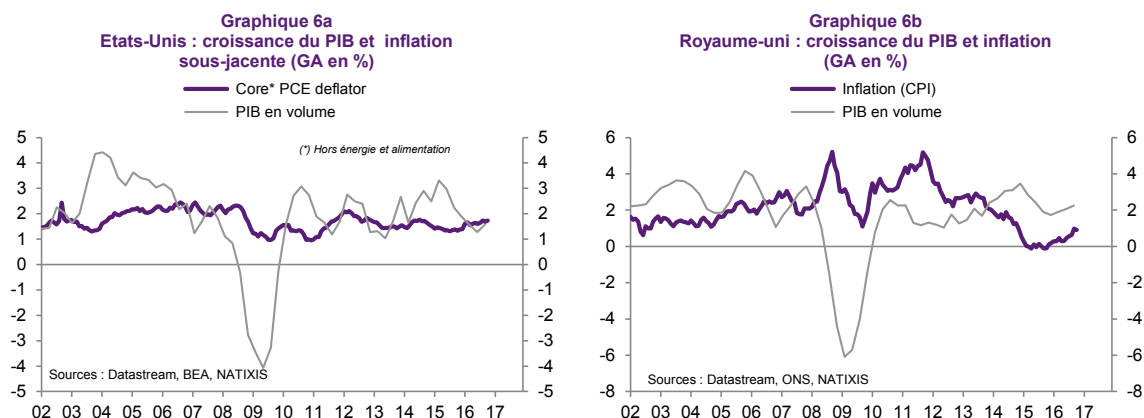
On voit :

- le maintien de taux d'intérêt à long terme bas ;
- associé à un taux d'endettement public élevé ;
- avec une croissance forte de la taille du bilan de la Banque Centrale ;
- et des sorties de capitaux à long terme ou à court terme au **Royaume-Uni, dans la zone euro, au Japon.**

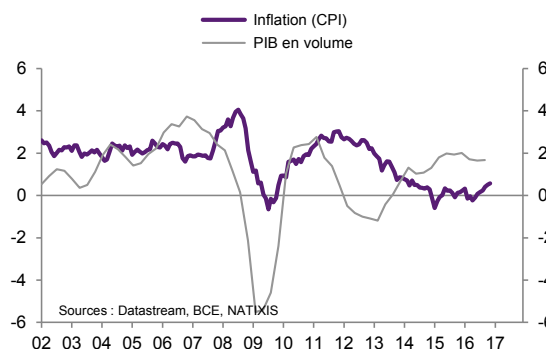
### Poids respectifs des objectifs d'inflation, de croissance, de stabilité financière

Le maintien d'une **politique monétaire très expansionniste** (graphiques 1a/b/c/d et 3 plus haut) coïncide dans les dernières années avec :

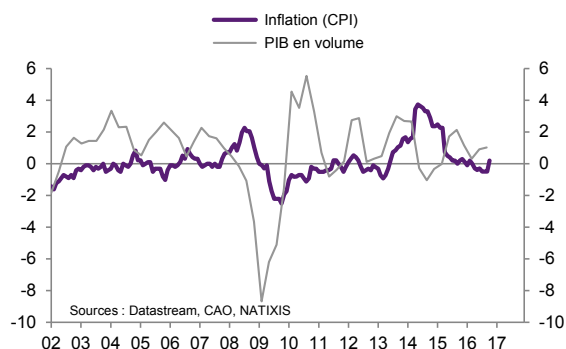
- une inflation inférieure à l'objectif de la Banque Centrale (**graphiques 6a/b/c/d**) ;
- une croissance faible (graphiques 6a/b/c/d) par rapport au passé ;



**Graphique 6c**  
Zone euro : croissance du PIB et inflation (GA en %)



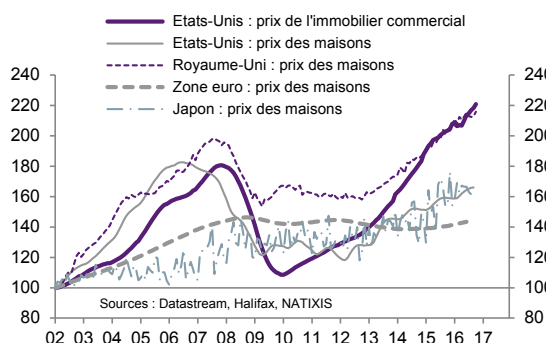
**Graphique 6d**  
Japon : croissance du PIB et inflation (GA en %)



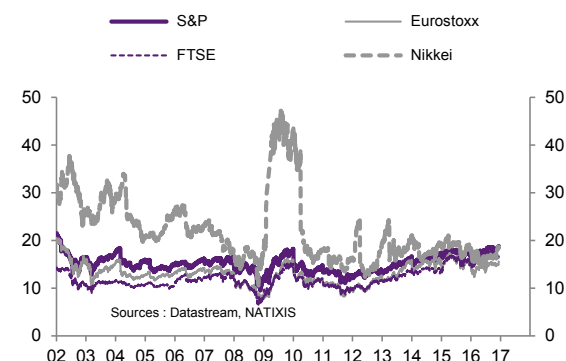
et des signes d'instabilité financière :

- croissance rapide des prix de l'immobilier (graphique 7) ; États-Unis, Royaume-Uni, Japon ;
- valorisation en forte hausse des actions (graphique 8), aux États-Unis, au Japon ;

**Graphique 7**  
Prix de l'immobilier commercial et prix des maisons  
(100 en 2002:1)

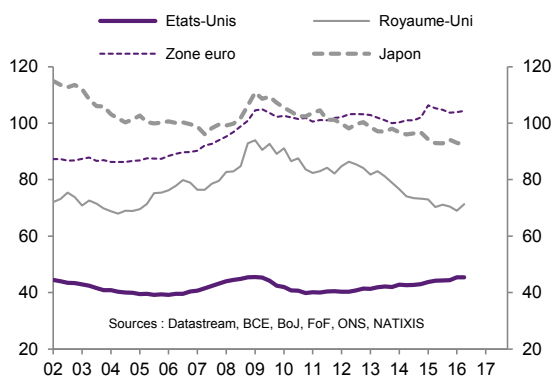


**Graphique 8**  
PER sur les résultats futurs

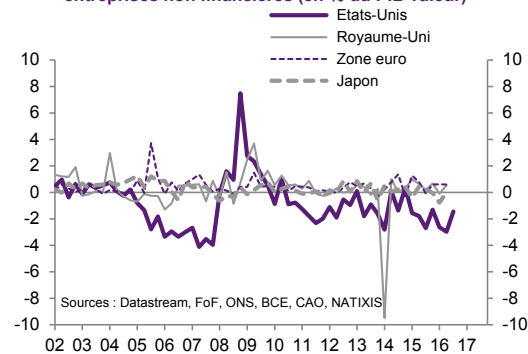


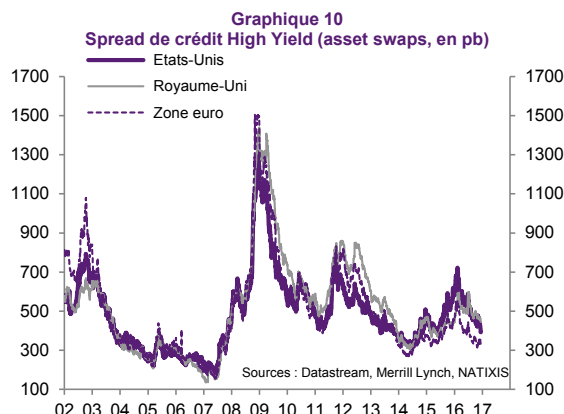
- hausse du levier d'endettement des entreprises (graphiques 9a/b) aux États-Unis, dans la zone euro ;
- écrasement des primes de risque (graphique 10).

**Graphique 9a**  
Dettes des entreprises (en % du PIB valeur)



**Graphique 9b**  
Emissions nettes d'actions cotées par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)

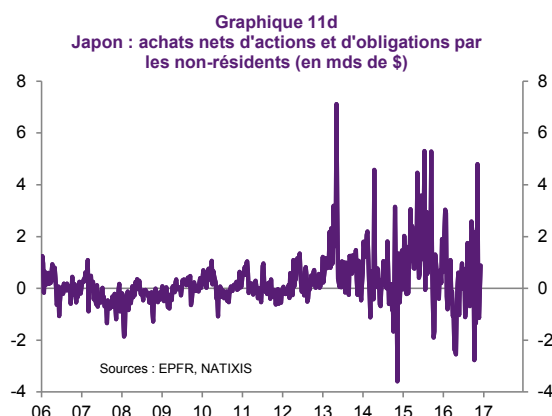
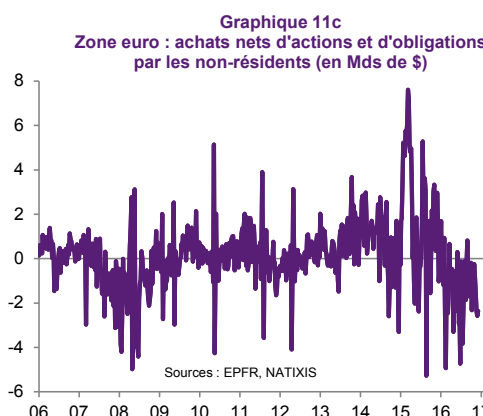
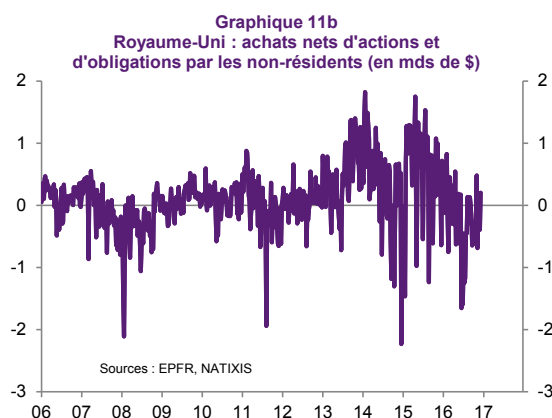
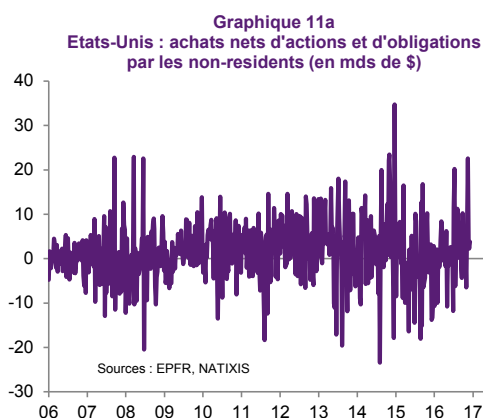


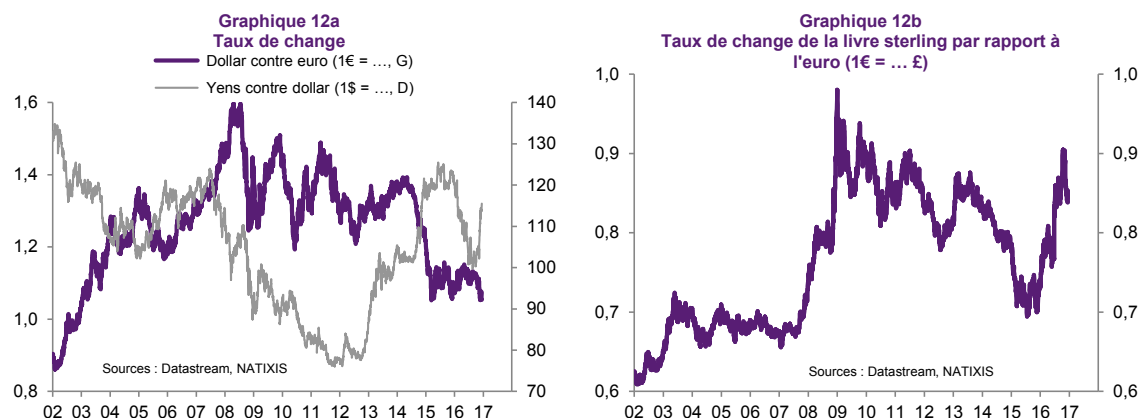


Au total le désir de redresser l'inflation et la croissance semble dominer la volonté d'éviter l'instabilité financière.

### Coordination ou absence de coordination internationale des politiques monétaires

Les politiques monétaires très expansionnistes ont abouti à des sorties de capitaux (graphiques 4a/b/c/d, graphiques 5a/b/c/d, graphiques 11a/b/c/d) et à une dépréciation du change, (graphiques 12a/b) qui n'est certainement pas coopérative, dans la zone euro, au Royaume-Uni, au Japon.





## Synthèse : des objectifs inquiétants des Banques Centrales ?

Ce qui précède montre que les Banques Centrales des pays de l'OCDE :

- **préfèrent prendre le risque d'une crise de fuite devant la monnaie à celui d'une crise de la dette publique ;**
- **pondèrent peu l'objectif de stabilité financière** par rapport à ceux d'inflation ou de croissance ;
- **ne coordonnent pas internationalement leurs politiques.**

Il y aurait donc :

- **dominance fiscale** (la politique monétaire doit assurer la solvabilité budgétaire) ;
- **absence de politiques visant à éviter les crises financières ;**
- **absence de coordination internationale 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 receviez 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 (CERTIFIONS) 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>