

Flash Economie


9 février 2021 - 97

La BCE pourrait-elle ne jamais sortir de sa politique monétaire expansionniste ?

Certains économistes et investisseurs se demandent si, comme la Banque du Japon, la BCE pourrait ne jamais sortir de sa politique monétaire très expansionniste.

Nous ne croyons pas à ce scénario de « japonisation » de la BCE pour plusieurs raisons :

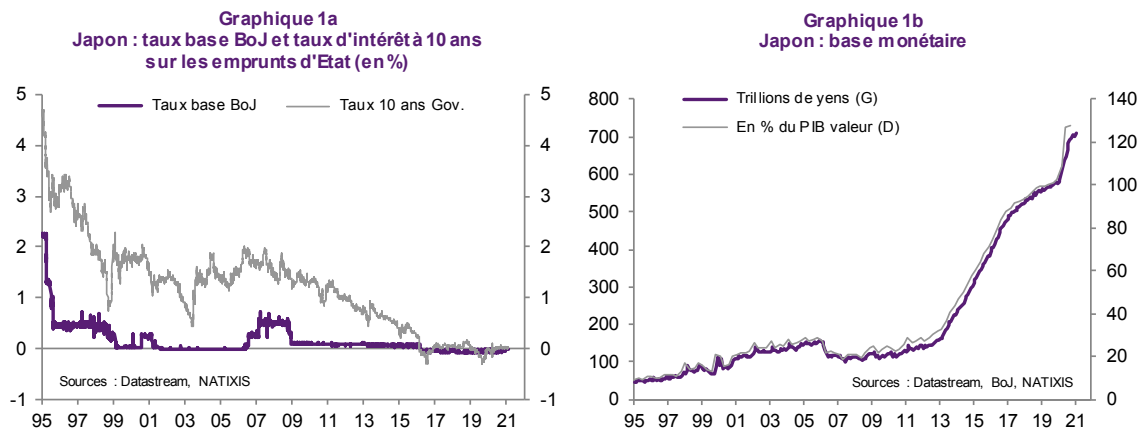
- la « norme nominale » (croissance des salaires, inflation anticipée) n'est pas de 0 % dans la zone euro, mais plutôt de 2 %. Un taux d'intérêt nominal constamment nul générerait donc un taux d'intérêt réel violemment négatif dans la zone euro, ce qui n'est pas le cas au Japon ;
- les investisseurs européens, beaucoup plus facilement que les investisseurs japonais, exportent des capitaux pour bénéficier des rendements plus élevés à l'étranger, maintenir des taux d'intérêt à 0 durablement dans la zone euro pourrait donc conduire à de très fortes sorties de capitaux, ce qui n'a pas été le cas au Japon ;
- les épargnants japonais (ménages et entreprises) acceptent de détenir une partie importante de leur épargne en dépôts bancaires ; ce n'est probablement pas le cas en Europe, ce qui, si la création monétaire continuait, pousserait à un réinvestissement massif de la monnaie dans d'autres classes d'actifs et à des bulles de très grande taille sur les prix de ces actifs ;
- les pays du Nord de la zone euro (dont l'Allemagne) ne sont pas prêts à accepter cette « japonisation » de la zone euro.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

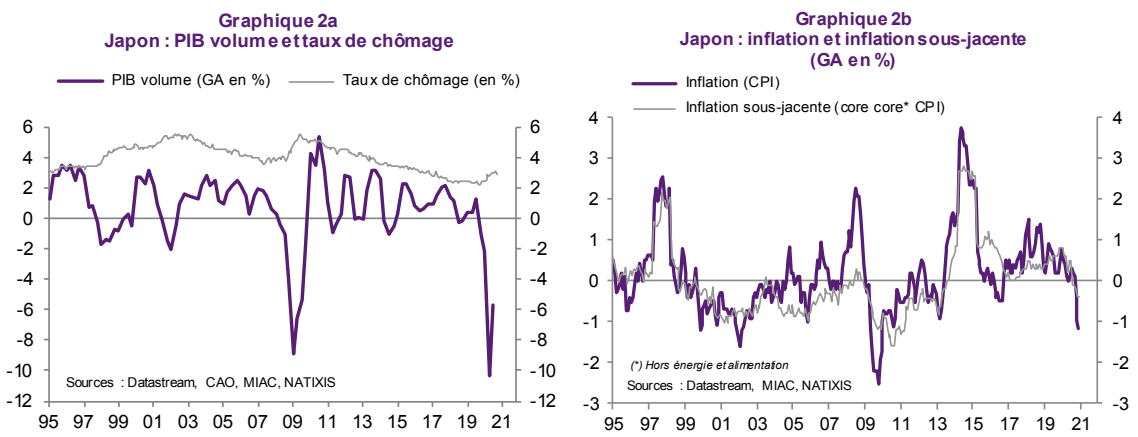
www.research.natixis.com

« Japonisation » de la BCE ?

La Banque du Japon, qui a maintenant un objectif de taux d'intérêt à long terme très faibles, a maintenu depuis longtemps une politique monétaire très expansionniste : taux d'intérêt nuls (graphique 1a), croissance rapide de l'offre de monnaie de Banque Centrale (graphique 1b).



Même lorsque l'économie s'est améliorée (graphique 2a) ou qu'il y a eu des poussées d'inflation (graphique 2b), cette politique monétaire très expansionniste a été poursuivie au Japon.

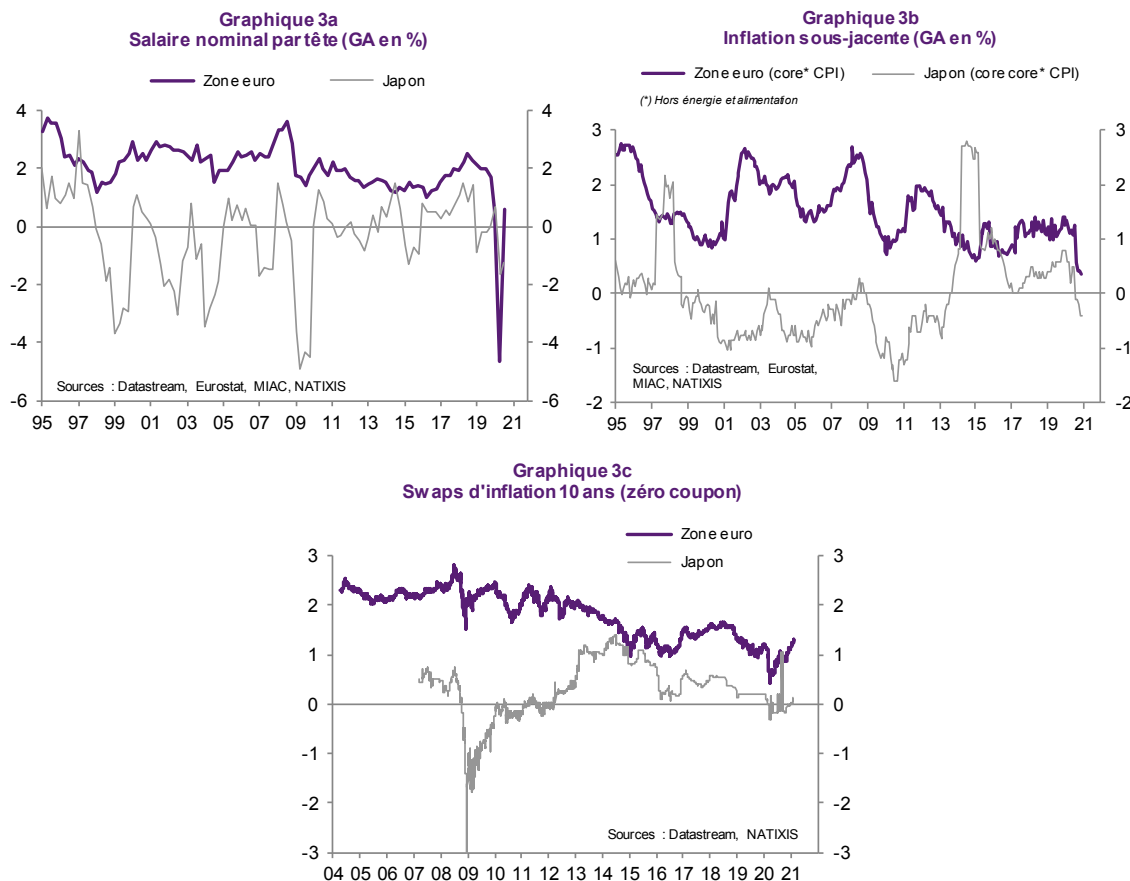


La question est de savoir si cette « japonisation » de la politique monétaire pourrait survenir aussi dans la zone euro.

Quatre obstacles à la « japonisation » de la BCE

Nous ne croyons pas à la « japonisation » de la BCE pour quatre raisons.

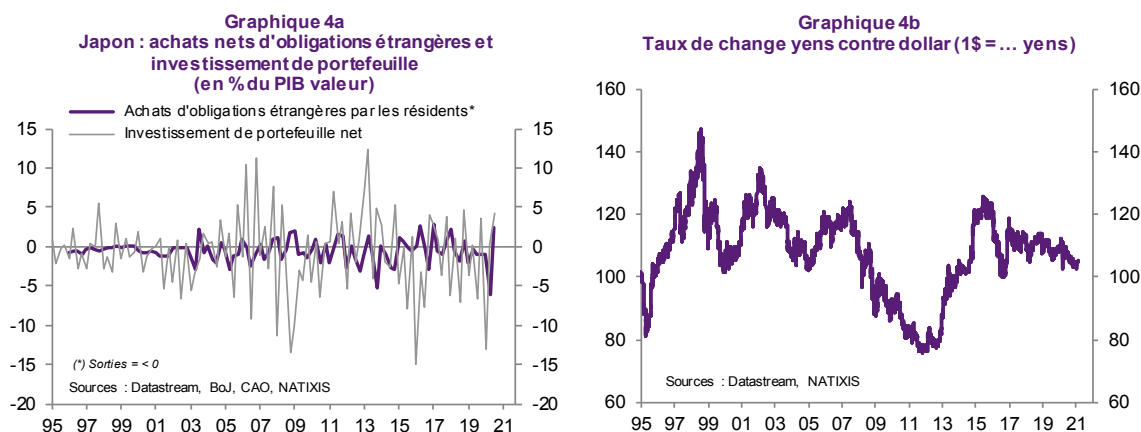
1. La norme nominale (croissance des salaires, inflation anticipée, inflation moyenne) est nettement plus élevée dans la zone euro qu'au Japon, où elle est nulle (graphiques 3a/b/c).



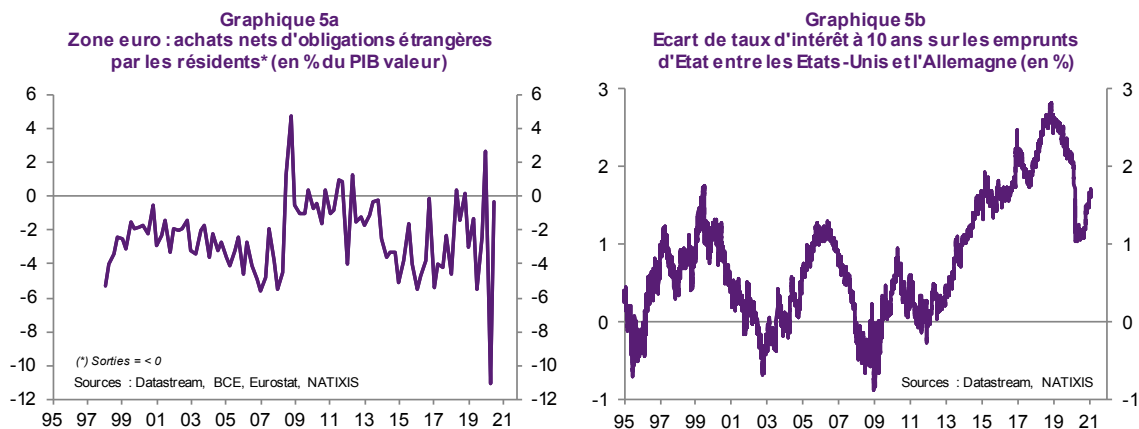
Des taux d'intérêt nominaux nuls sont donc acceptables au Japon, ils ne le sont pas dans la zone euro où ils feraient apparaître des taux réels anormalement négatifs.

2. Le risque de sorties de capitaux serait beaucoup plus important dans la zone euro qu'au Japon.

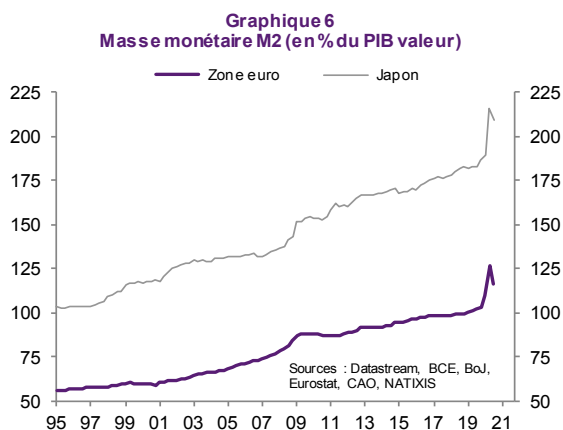
Il existe un « patriotisme financier » au Japon qui limite les sorties de capitaux même quand les taux d'intérêt sont beaucoup plus faibles que dans le Reste du Monde (**graphique 4a**) ; les taux d'intérêt très bas sur le yen n'ont donc pas déprécié, à long terme, le yen (**graphique 4b**).



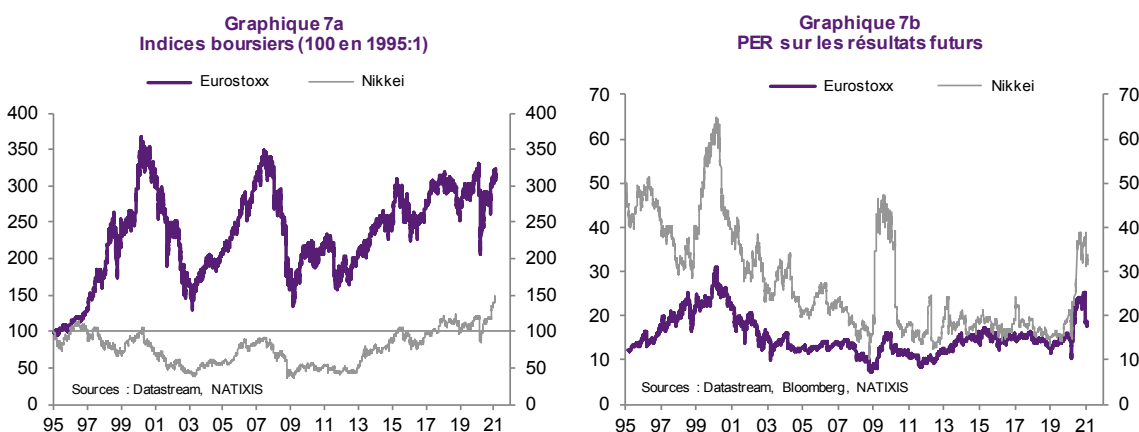
La mobilité internationale des capitaux est plus forte dans la zone euro, et **des taux d'intérêt durablement plus bas dans la zone euro qu'aux États-Unis feraient sortir beaucoup de capitaux de la zone euro** (graphiques 5a/b).



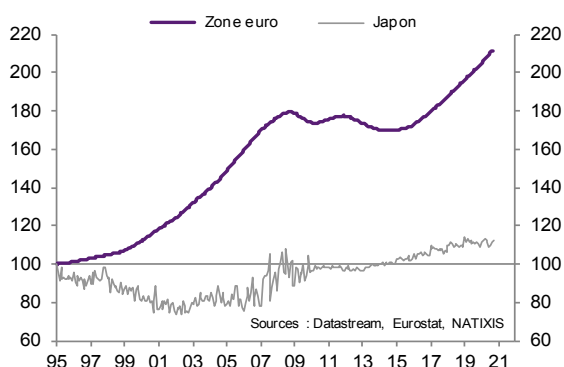
3. Les épargnants japonais (ménages et entreprises) acceptent de détenir une partie importante de leur épargne en dépôts bancaires, rémunérés à 0 % (graphique 6), probablement parce que l'inflation est le plus souvent nulle.



Si la politique monétaire restait très expansionniste dans la zone euro, les Européens se comporteraient différemment : ils investiraient l'excès de monnaie dans les autres classes d'actifs et il apparaîtrait des bulles de grande taille sur les prix des actifs, ce qui n'a pas été le cas au Japon depuis le milieu des années 1990 (graphiques 7a/b/c) avec la consommation de l'épargne sous forme monétaire sans volonté de réinvestir massivement dans d'autres classes d'actifs.



Graphique 7c
Prix des maisons (100 en 1995:1)



4. Les pays du Nord de la zone euro et l'Allemagne n'accepteraient pas cette politique monétaire en permanence expansionniste.

Synthèse : quelles conséquences si la BCE finit par sortir de la politique monétaire très expansionniste ?

Nous ne croyons donc pas à la « japonisation » de la BCE. Cela signifie que **la BCE finira par sortir, même tardivement (2023 ?), de la politique monétaire très expansionniste.**

Lorsque ce sera le cas, **la remontée des taux d'intérêt à long terme (graphique 8a) sera d'autant plus forte que le déficit public de la zone euro sera encore élevé, c'est-à-dire que la partie du déficit public qui est aujourd'hui un déficit public structurel (graphique 8b) est importante.**

Graphique 8a
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 8b
Zone euro : déficit ou excédent public (en % du PIB valeur)

