


## Flash Economie

17 mai 2019 - 627

### Zone euro : les “critiques de gauche” de la politique monétaire ne sont pas recevables

Les économistes « de gauche » critiquent la politique monétaire menée dans la zone euro depuis la crise de plusieurs manières.

- 1- La création monétaire aurait sauvé les banques (puisque la monnaie a été donnée aux banques) mais n'aurait pas aidé les autres agents économiques. En réalité, les injections de liquidité ont effectivement fait disparaître le risque de liquidité pour les banques, mais leur effet essentiel a été d'améliorer la situation des Etats, des ménages et des entreprises en faisant diminuer les intérêts payés sur les dettes ; de plus, les taux d'intérêt bas ont réduit la profitabilité des banques.
- 2- « L'helicopter money » (la création monétaire ex nihilo) aurait été beaucoup plus efficace que la politique monétaire qui a été menée dans la zone euro ; mais en réalité, il s'agit d'helicopter money : les gouvernements ont pu faire des dépenses publiques nouvelles, financées par des émissions obligataires, et les obligations émises ont été presque immédiatement achetées par la BCE contre création monétaire : tout se passe comme si les dépenses publiques (par exemple des transferts publics aux ménages) étaient réalisées sous la forme de distribution de monnaie.
- 3- Contrairement aux enseignements de la « Modern Monetary Theory » les gouvernements n'auraient pas monétisé leurs déficits publics pour pouvoir mener une politique budgétaire plus expansionniste. Mais la BCE a acheté une quantité très importante de dette publique, avec le Quantitative Easing, ce qui a bien permis d'accroître l'endettement public (sauf en Allemagne) sans effet sur les taux d'intérêt à long terme, donc d'utiliser plus intensément la politique budgétaire expansionniste.

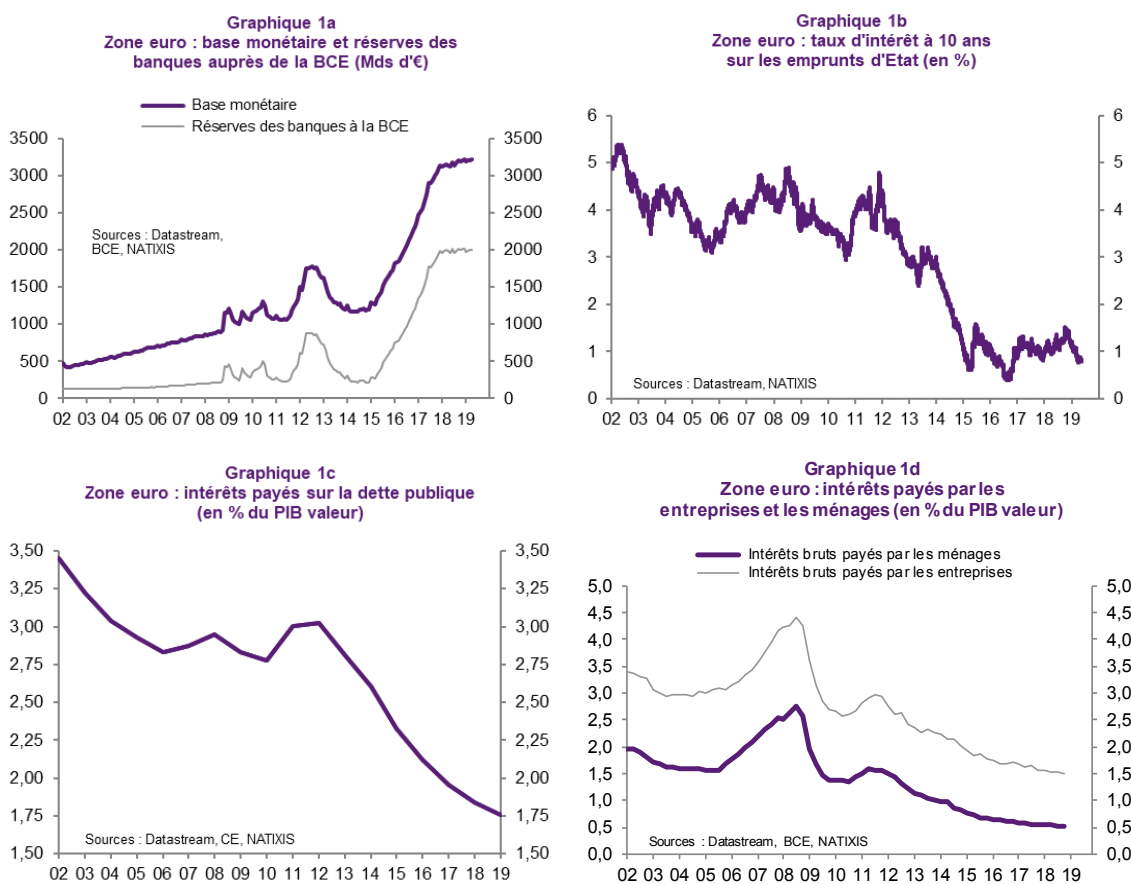
**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
patrick.artus@natixis.com  
 @PatrickArtus

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

## Première critique « de gauche » de la politique monétaire de la BCE depuis la crise : elle n'aurait aidé que les banques et pas les autres agents économiques

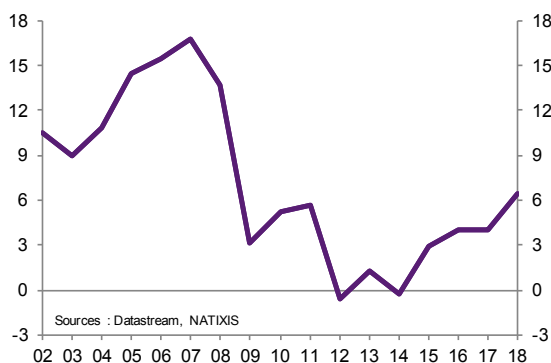
Il est vrai que les banques ont reçu une partie importante des liquidités créées par la BCE (graphique 1a), ce qui a fait disparaître le risque de liquidité dans le système bancaire européen.

Mais il ne faut pas oublier que la politique monétaire expansionniste de la BCE a beaucoup fait baisser les taux d'intérêt (graphique 1b), ce qui conduit à une forte baisse des intérêts payés par les Etats, les ménages et les entreprises (graphiques 1 c/d), donc à une forte amélioration de la situation de tous les agents économiques.



Enfin, on sait que les taux d'intérêt durablement bas ont dégradé la rentabilité des banques (graphique 1e) avec l'écrasement des marges d'intermédiation.

**Graphique 1e**  
Zone euro : ROE des banques (en %)



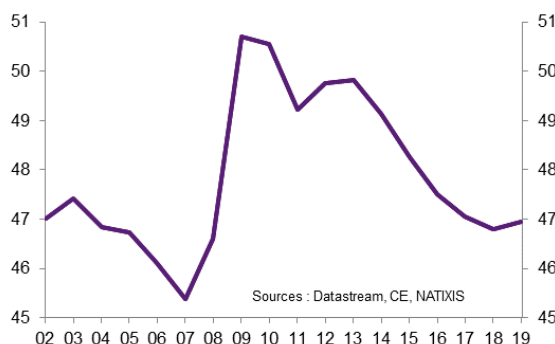
## Seconde critique de « gauche » de la politique monétaire de la BCE depuis la crise : il aurait mieux valu utiliser « l'hélicoptère money »

L'hélicoptère money consiste à distribuer directement de la monnaie aux agents économiques dont on veut soutenir le revenu ; l'argument est que l'hélicoptère money est une **création monétaire ciblée** (la Banque Centrale choisit à quoi sert la création monétaire) et non aléatoire comme le Quantitative Easing.

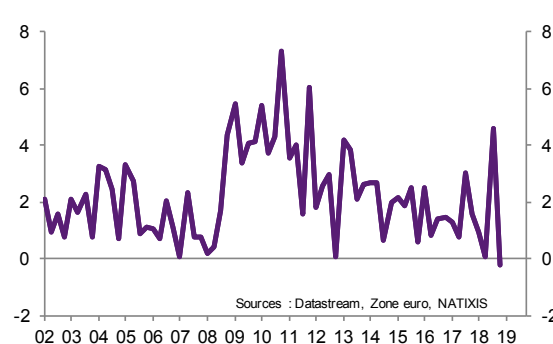
Mais en réalité :

- les Etats peuvent choisir des dépenses publiques supplémentaires (**graphique 2a**), transferts aux ménages, investissements publics ;
- ils peuvent financer ces dépenses publiques en émettant des obligations (**graphique 2b**) ;

**Graphique 2a**  
Zone euro : dépenses publiques (en % du PIB valeur)

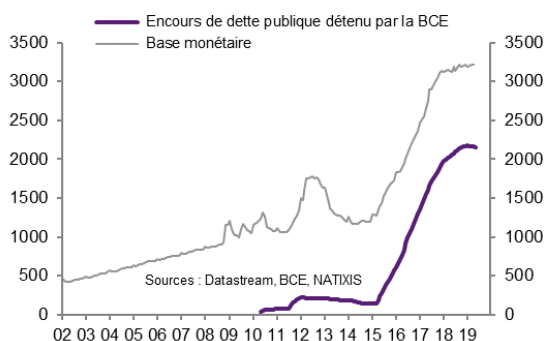


**Graphique 2b**  
Zone euro : émissions nettes d'obligations publiques (en % du PIB valeur)



- et ces obligations peuvent être immédiatement achetées par la BCE contre création monétaire (**graphique 2c**).

**Graphique 2c**  
Zone euro : encours de dette publique  
et base monétaire (Mds d'€)



Tout se passe alors comme si les dépenses publiques supplémentaires étaient réalisées par la distribution de monnaie aux agents économiques, donc comme s'il y avait helicopter money.

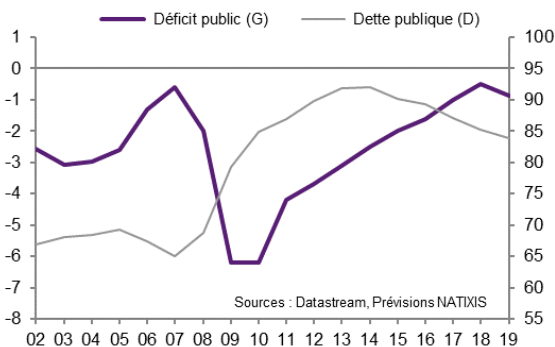
**Troisième critique « de gauche » de la politique monétaire de la BCE depuis la crise (critique de la « Modern Monetary Theory ») : la politique budgétaire n'a pas été utilisée pour mettre en place des déficits publics plus importants.**

La « Modern Monetary Theory » dit qu'il est possible de mener une politique budgétaire très expansionniste à condition de monétiser les déficits publics. On critique souvent la politique budgétaire de la zone euro pour être restée trop restrictive (graphique 3a).

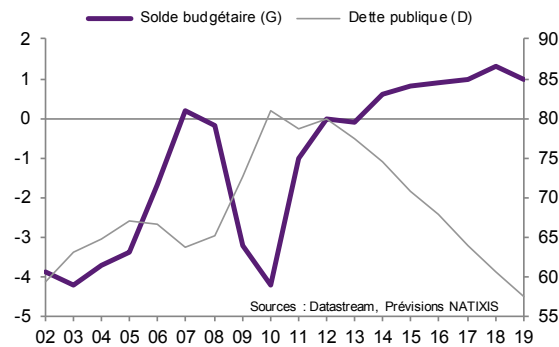
Mais ceci n'est pas à imputer à la politique monétaire : les achats de dette publique par la BCE (graphique 2c plus haut) ont maintenu des taux d'intérêt faibles (graphique 1b plus haut) qui ont réduit les paiements d'intérêt sur la dette publique (graphique 1c plus haut) et permis que l'endettement public soit plus élevé.

Si la politique budgétaire est restée assez restrictive après, c'est en raison du choix d'une politique budgétaire très restrictive en Allemagne (graphique 3b), pas d'une politique monétaire trop restrictive.

**Graphique 3a**  
Zone euro : déficit et dette publics  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 3b**  
Allemagne : solde budgétaire et dette publique  
(en % du PIB valeur)



## **Synthèse : on peut rejeter les « critiques de gauche » de la politique monétaire de la BCE**

La politique monétaire de la BCE :

- a été favorable aux Etats, aux ménages, aux entreprises, et pas aux banques avec l'écrasement des marges d'intermédiation ;
- a été équivalente à « l'helicopter money », à l'utilisation de la monnaie pour réaliser les transferts publics souhaités ;
- a permis aux Etats qui le souhaitaient (pas l'Allemagne) de mener une politique budgétaire très expansionniste.

## 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 recevez 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 conseils, 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 conseils 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'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.

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 propre 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), SOUS-SIGNE(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 REFLETTENT, 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>