

Flash Economie

4 janvier 2017 - 14

Quand, dans un pays, la demande de monnaie ne peut pas suivre la progression de l'offre de monnaie, que se passe-t-il?

On a observé dans les pays de l'OCDE depuis 20 ans des politiques monétaires très expansionnistes qui ont conduit à une hausse très rapide de l'offre de monnaie.

Ex ante, la demande de monnaie ne peut pas suivre ce rythme de croissance de l'offre de monnaie (la demande de monnaie progresse à peu près comme le PIB en valeur). Quelles sont alors les conséquences de cette situation où (ex ante) la demande de monnaie ne peut pas suivre la progression de l'offre de monnaie ?

- On supposait dans le passé que l'ajustement se faisait par la hausse des prix des biens et services ; ce n'est plus le cas ;
- l'ajustement peut se faire par la hausse des prix des actifs (actions, immobilier) ; dans une optique de choix de portefeuille, la hausse des prix des actifs accroît la demande de monnaie, mais cet ajustement a une limite, surtout après les crises qui ont rendu les investisseurs prudents ;
- l'ajustement pourrait se faire par la hausse du crédit, donc de l'investissement, donc de la croissance potentielle en volume ; ce n'est pas le cas ;
- il reste alors l'ajustement par l'achat d'actifs en devises : les résidents du pays utilisent une partie de l'offre de monnaie pour acheter ces actifs, les non-résidents accroissent leur détention de la monnaie du pays, ce qui accroît la demande de monnaie. Il y a alors sorties de capitaux des résidents et dépréciation du taux de change.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

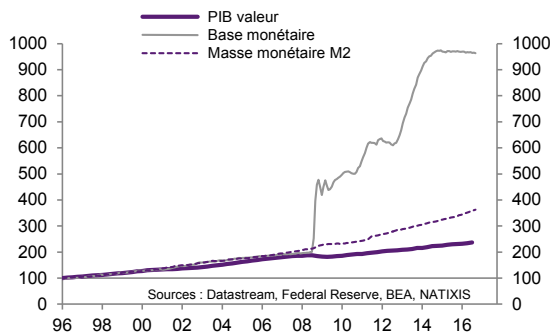
Hausse très rapide de l'offre de monnaie dans les pays de l'OCDE que la demande de monnaie ne peut pas suivre ex ante

Nous regardons les situations des **Etats-Unis**, du **Royaume-Uni**, du **Japon**, de la **zone euro**.

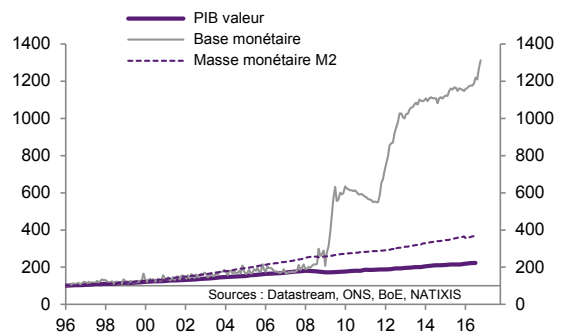
Depuis 20 ans, **les politiques monétaires très expansionnistes ont fait apparaître une forte croissance de l'offre de monnaie** (la monnaie de Banque Centrale et à un moindre degré de la masse monétaire au sens M2).

La croissance de l'offre de monnaie ne peut pas être suivie, ex ante, par celle de la demande de monnaie, qui évolue à peu près à moyen terme comme le PIB en valeur (graphiques 1 a/b/c/d).

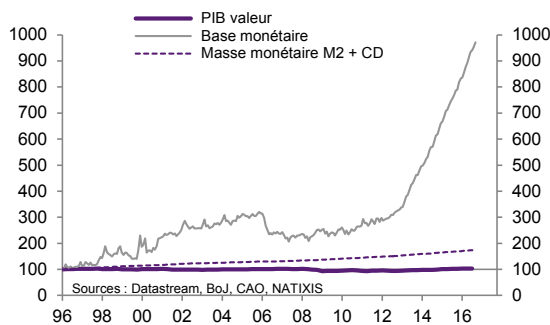
Graphique 1a
Etats-Unis : PIB valeur, base monétaire et masse monétaire (100 en 1996:1)



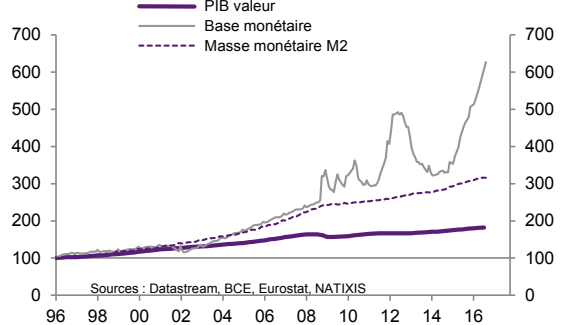
Graphique 1b
Royaume-Uni : PIB valeur, base monétaire et masse monétaire (100 en 1996:1)



Graphique 1c
Japon : PIB valeur, base monétaire et masse monétaire (100 en 1996:1)



Graphique 1d
Zone euro : PIB valeur, base monétaire et masse monétaire (100 en 1996:1)



Nous nous interrogeons donc sur la nature de l'ajustement qui se met en place quand, ex ante, l'offre de monnaie progresse plus vite que la demande de monnaie.

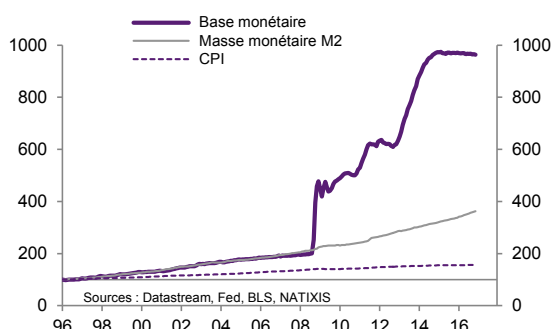
Quels ajustements quand l'offre de monnaie progresse, ex ante, plus vite que la demande de monnaie ?

1- Première possibilité : inflation

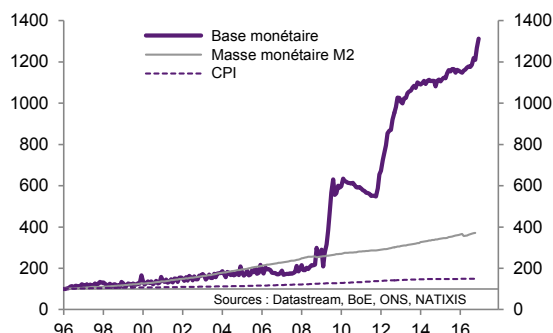
Traditionnellement, on pense que la croissance rapide de l'offre de monnaie conduit à une hausse de l'inflation, qui augmente la croissance nominale et la croissance de la demande de monnaie jusqu'au point où celle-ci est semblable à celle de l'offre de monnaie.

Les graphiques 2 a/b/c/d montrent que cet ajustement ne se produit absolument pas dans les économies contemporaines.

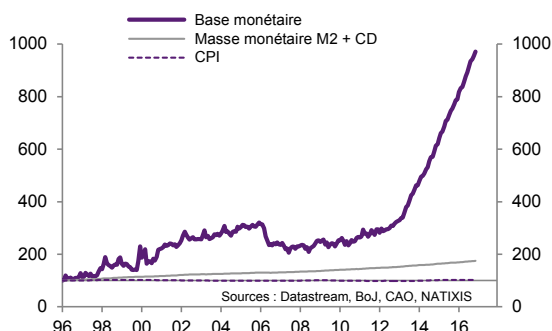
Graphique 2a
Etats-Unis : base monétaire, masse monétaire M2 et inflation (100 en 1996:1)



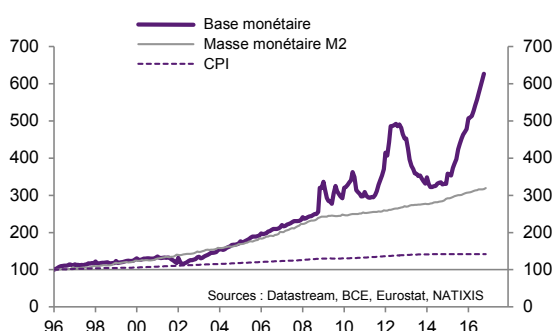
Graphique 2b
Royaume-Uni : base monétaire, masse monétaire M2 et inflation (100 en 1996:1)



Graphique 2c
Japon : base monétaire, masse monétaire M2 et inflation (100 en 1996:1)



Graphique 2d
Zone euro : base monétaire, masse monétaire M2 et inflation (100 en 1996:1)

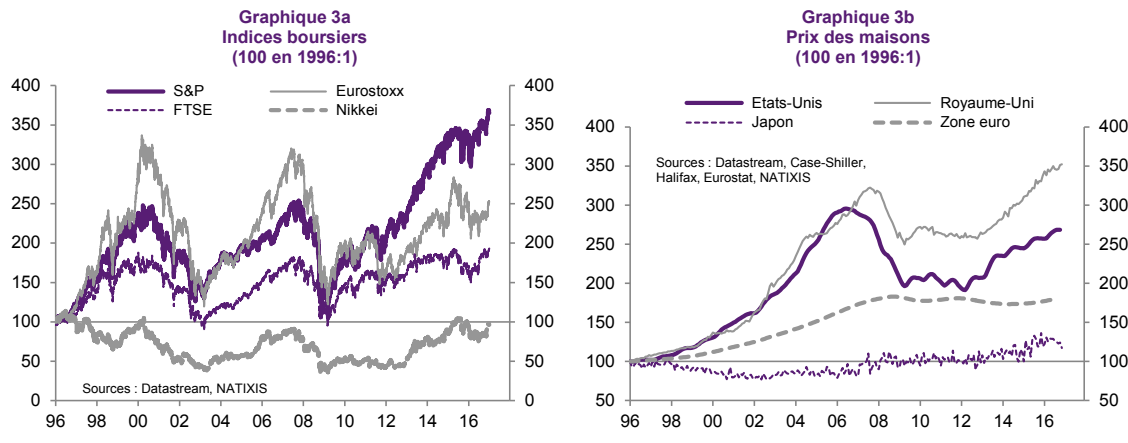


2- Deuxième possibilité : hausse des prix des actifs

On se place ici dans le cadre d'un **choix de portefeuille** de la part des épargnants. **La hausse de l'offre de monnaie conduit à une hausse des prix des actifs** (actions, immobilier), **et, à l'équilibre de portefeuille, la demande de monnaie est accrue**, ce qui rééquilibre l'offre et la demande de monnaie.

En effet, la hausse de la valeur des actions et de l'immobilier détenus implique, pour que les poids des différents actifs dans la richesse totale restent égaux aux poids désirés, une hausse de la quantité de monnaie détenue.

Cet ajustement par la hausse des prix des actifs s'est réalisé dans tous les pays sauf le Japon (graphiques 3 a/b) depuis le milieu des années 1990.

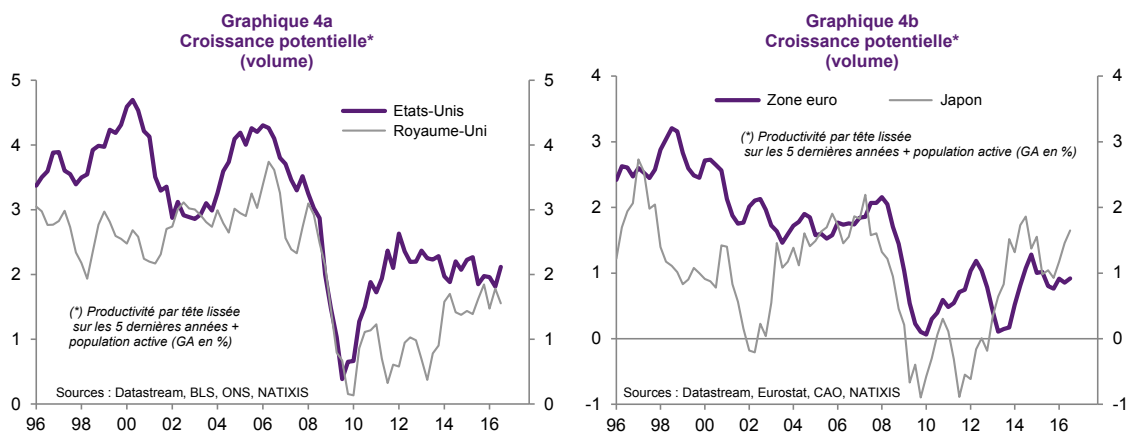


Depuis la crise de 2008-2009, il touche sa limite, sauf en ce qui concerne les actions américaines, l'immobilier aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en raison de la plus grande prudence des investisseurs.

3- Troisième possibilité : hausse de la croissance potentielle

La troisième possibilité d'ajustement est la suivante : la hausse de l'offre de monnaie conduit à une hausse de la distribution de crédit, de l'investissement et finalement de la croissance potentielle, ce qui redresse la demande de monnaie (qui est liée à la croissance de long terme).

Le recul continu de la croissance potentielle (graphiques 4 a/b) montre que cet ajustement n'a pas lieu.

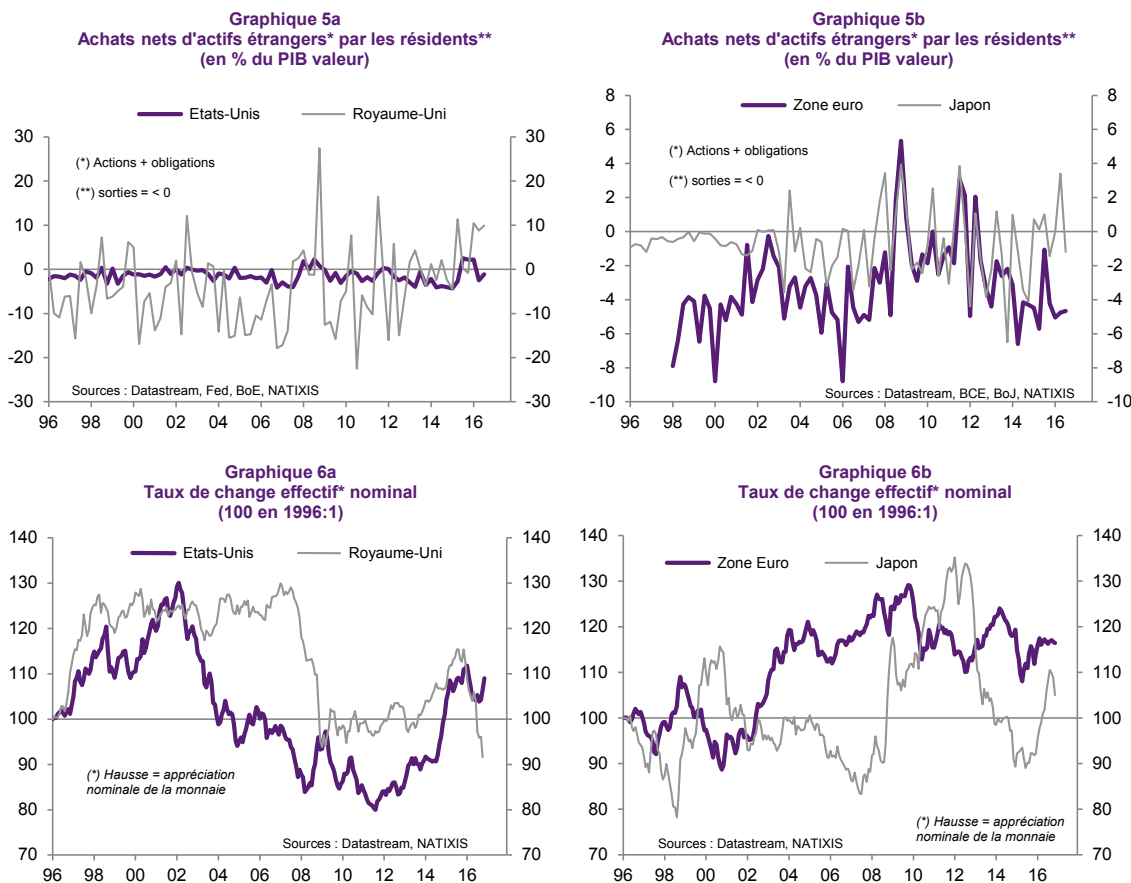


4- Quatrième possibilité : sorties de capitaux par les résidents

Si l'offre de monnaie est utilisée pour acheter des actifs en devises, les résidents du pays détiennent d'avantage d'actifs en devises, et les non-résidents détiennent davantage de la monnaie du pays, ce qui accroît la demande de monnaie et rééquilibre ex post l'offre et la demande de monnaie.

On doit voir alors des achats de titres étrangers par les résidents du pays et normalement une dépréciation du taux de change.

Les graphiques 5 a/b et 6 a/b montrent que cela s'est probablement produit, à différentes périodes, au Royaume-Uni, dans la zone euro et au Japon.



Synthèse : quels effets de l'excès d'offre de monnaie ?

Les politiques monétaires menées depuis 20 ans ont fait apparaître un excès chronique ex ante de l'offre de monnaie sur la demande de monnaie.

Quelles en ont été les conséquences ?

Le tableau 1 rassemble les résultats obtenus.

Tableau 1 : effets de l'excès d'offre de monnaie depuis 1996

Pays	Hausse de l'inflation	Hausse des prix des actifs	Hausse de la croissance potentielle	Sorties de capitaux
Etats-Unis		X		
Royaume-Uni		X		X
Japon				X
Zone euro		X		X

Source : Natixis

L'excès d'offre de monnaie n'a donc que des effets défavorables : bulles sur les prix des actifs, sorties de capitaux.

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 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 en matière 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 (CERTIFICATIONS) 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>