

## Flash Economie

14 avril 2020 - 443

### Cette crise va-t-elle rétablir un lien entre la création monétaire et l'inflation ?

Aux Etats-Unis comme dans la zone euro, on n'observe depuis les années 1990 plus aucun lien entre l'offre de monnaie et l'inflation.

L'explication usuelle est qu'il faut dans les économies contemporaines se placer dans le cadre d'un modèle de choix de portefeuille : s'il y a un supplément d'offre de monnaie, les agents économiques l'utilisent pour acheter davantage d'actifs financiers et immobiliers, et à l'équilibre ce sont les prix de ces actifs qui augmentent et pas les prix des biens et services.

Pour que la création monétaire mise en place dans le cadre de la crise du coronavirus ramène de l'inflation, il faudrait qu'on se place dans une autre logique, celle où le supplément d'offre de monnaie conduit à un supplément de demande de biens et services et pas de demande d'actifs.

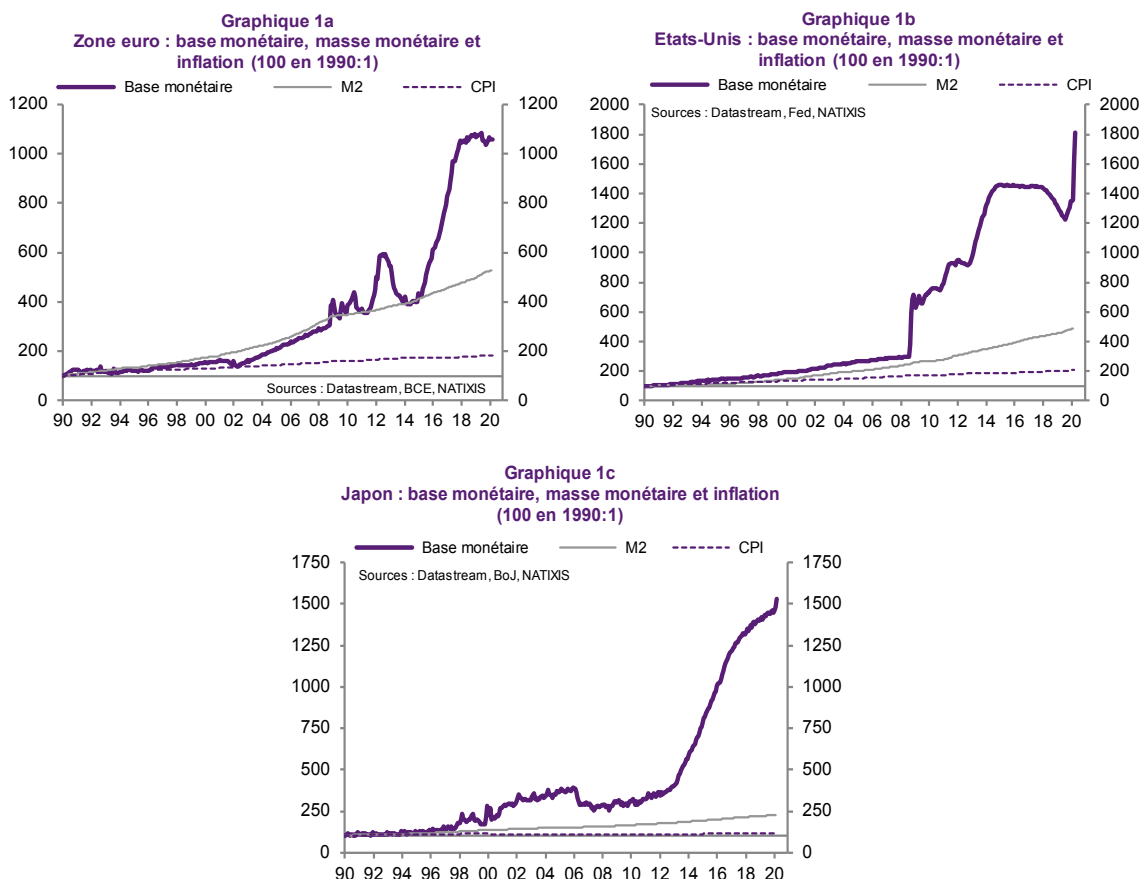
Cela peut être le cas si la création monétaire finance du revenu des ménages et des entreprises, qui est utilisé à consommer et à investir, parce qu'on est de fait dans une situation d'hélicoptère money, même après la fin de la crise.

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

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

## Depuis les années 1990, plus de lien entre création monétaire et inflation

On n'observe plus depuis les années 1990 de lien entre la création monétaire, qu'il s'agisse de la monnaie de Banque Centrale ou de la monnaie M2 détenue par les agents économiques non bancaires, et l'inflation. Les graphiques 1a/b/c montrent cela pour la zone euro, les Etats-Unis, le Japon.

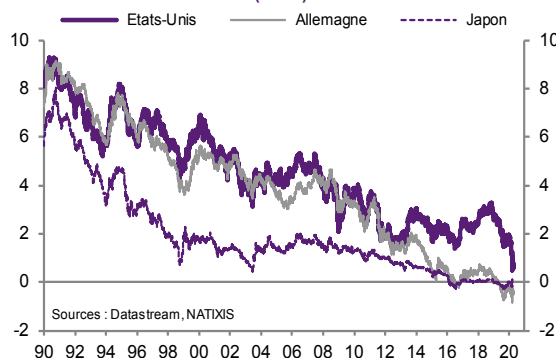


**L'explication usuelle de la disparition du lien, dans les économies contemporaines, entre croissance de l'offre de monnaie et inflation est connue.**

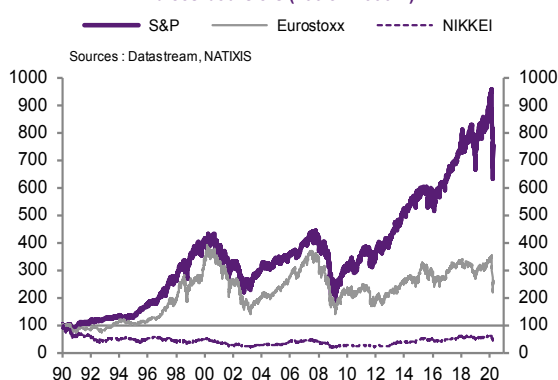
On se place dans le cadre d'un **choix de portefeuille** entre les différents actifs financiers et immobiliers. Si les agents économiques détiennent un supplément de monnaie, à la suite de la création monétaire par la Banque Centrale, ils ont initialement un portefeuille déséquilibré avec un excès de monnaie.

Ils essaient alors de rééquilibrer leurs portefeuilles en achetant les autres actifs avec cet excès de monnaie, d'où à l'équilibre la hausse des prix des actifs. **Il apparaît alors une corrélation entre création monétaire et prix des actifs** (obligations, actions, immobilier), d'où la baisse des taux d'intérêt à long terme (**graphique 2**), la hausse des indices boursiers et des prix de l'immobilier (**graphiques 3a/b**).

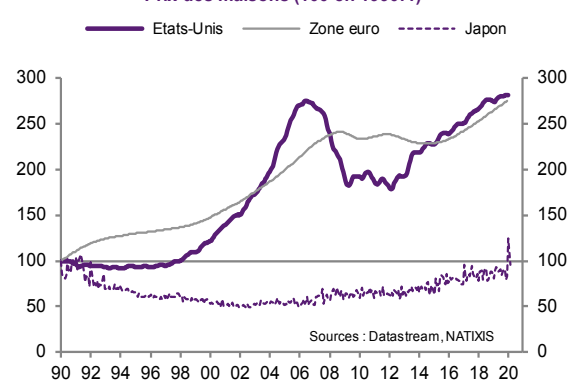
**Graphique 2**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



**Graphique 3a**  
Indices boursiers (100 en 1990:1)



**Graphique 3b**  
Prix des maisons (100 en 1990:1)

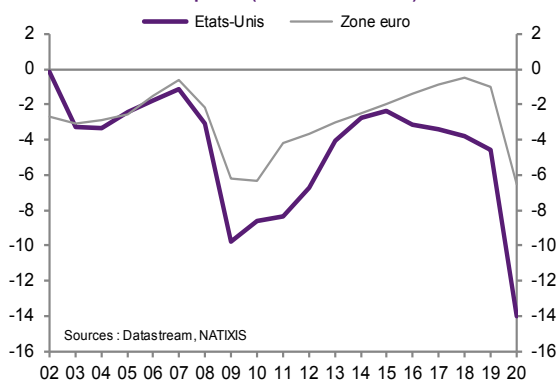


## La création monétaire réalisée en raison de la crise du coronavirus va-t-elle ramener l'inflation ?

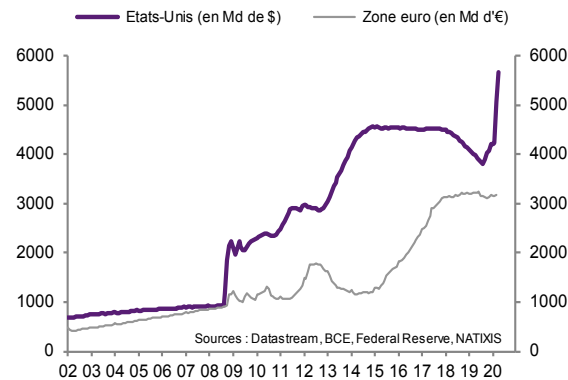
Pourrait-on retrouver une corrélation entre création monétaire et inflation avec la création monétaire réalisée en raison de la crise du coronavirus ?

Les déficits publics très importants mis en place en 2020 (graphique 4) et peut-être au-delà vont être monétisés, et la création monétaire va être très importante (graphique 5).

**Graphique 4**  
Déficit public (en % du PIB valeur)

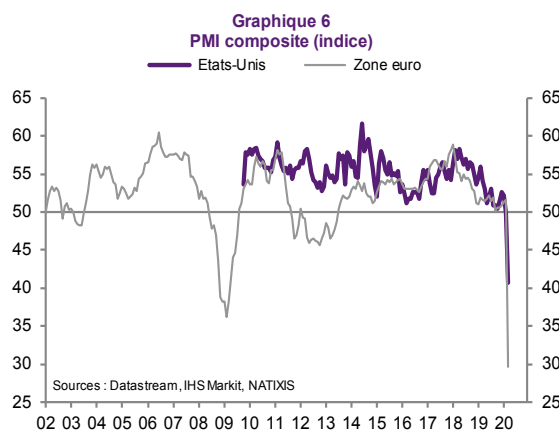


**Graphique 5**  
Base monétaire



Ceci n'est pas nouveau ; ce qui est nouveau est **qu'on est dans un cadre d'helicopter money : la création monétaire finance la hausse de transferts aux entreprises** (subventions, baisses d'impôts) **et aux ménages** (indemnisation du chômage, soutien direct au revenu) :

- **à court terme**, la dépression de l'économie est si forte (**graphique 6**) qu'il ne peut pas y avoir d'inflation ;



- **mais à plus long terme**, si cette politique d'helicopter money est poursuivie alors que la situation économique et sanitaire se normalise, on peut penser qu'il y aura **supplément de consommation et d'investissement**, donc un **supplément d'inflation** si la demande s'est déjà suffisamment redressée.

## Synthèse : du modèle de choix de portefeuille au modèle d'helicopter money

**Dans le modèle de choix de portefeuille**, qui semble être valable depuis les années 1990, un supplément d'offre de monnaie conduit à **un supplément de demande pour les actifs financiers et immobiliers**, et à une hausse des prix de ces actifs, pas à une hausse des prix des biens et services.

**Mais peut-être avec la crise du coronavirus bascule-t-on dans un autre modèle, qui est le modèle d'helicopter money.** La création de monnaie aboutit à un supplément de revenu pour les ménages et les entreprises (elle finance les déficits publics correspondants), et si cette politique est maintenue dans le temps et qu'elle conduit à un supplément de consommation et d'investissement, peut-être verra-t-on **une hausse de l'inflation liée à la hausse de la demande de biens.**

Mais il est possible que le supplément de revenu continue à être utilisé par les agents économiques pour acheter des actifs financiers et immobiliers.

## 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.