



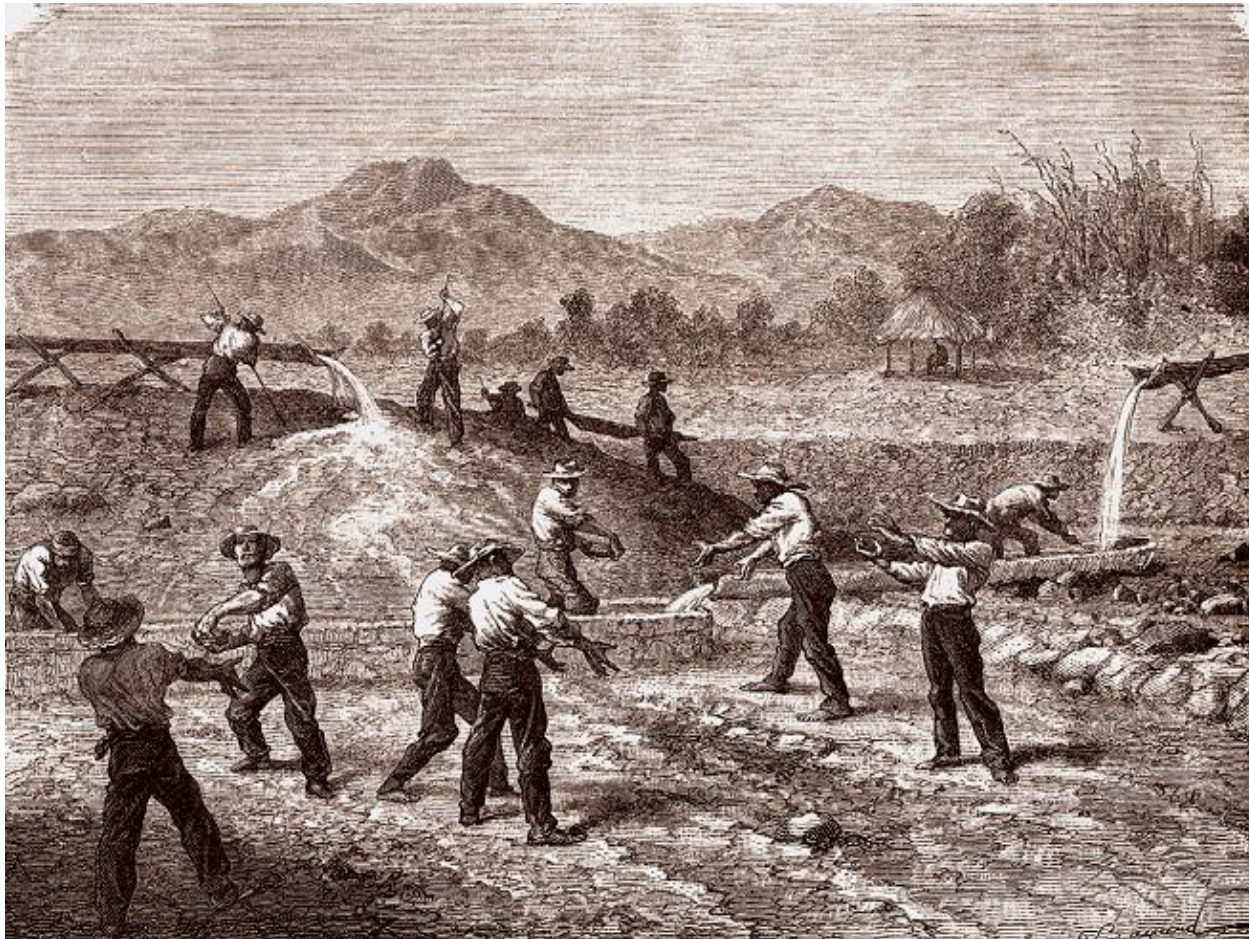
Monnaie, finance et économie réelle

Anton Brender, Florence Pisani et Émile Gagna

Paris, 25 juin 2015

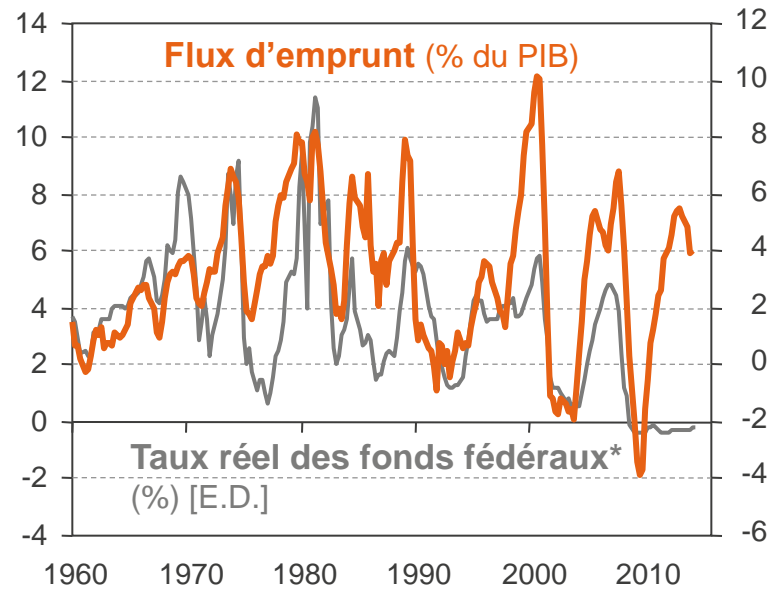
- 1. La contrainte monétaire**
- 2. Impulsion monétaire et réponse de l'économie**
- 3. Information et offre de crédit**
- 4. Finance et circulation des risques**
- 5. Contrainte monétaire, globalisation financière et croissance mondiale**

DES ÉCRITURES DANS LES LIVRES DE BANQUES ONT REMPLACÉ LE MÉTAL EXTRAIT DE LA NATURE... MAIS LA CONTRAINTE MONÉTAIRE N'A PAS DISPARU



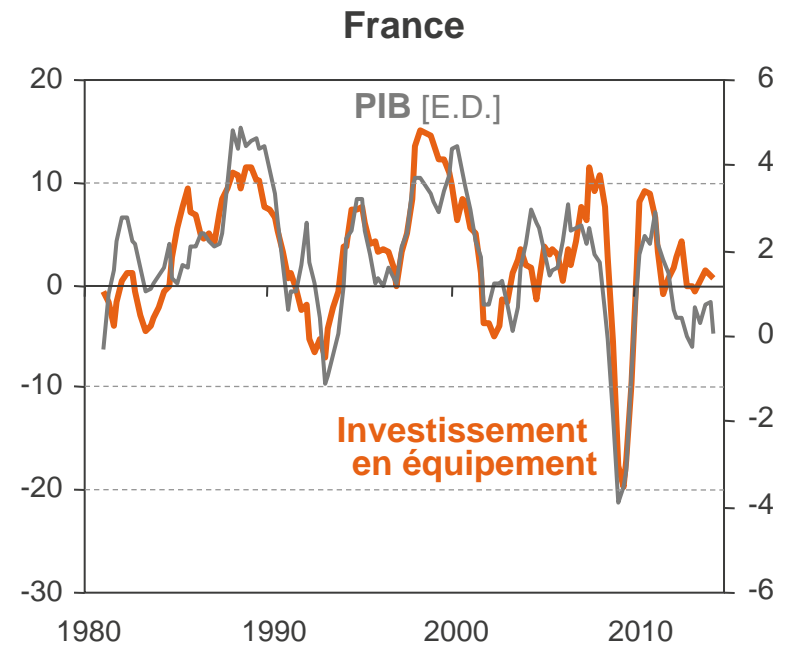
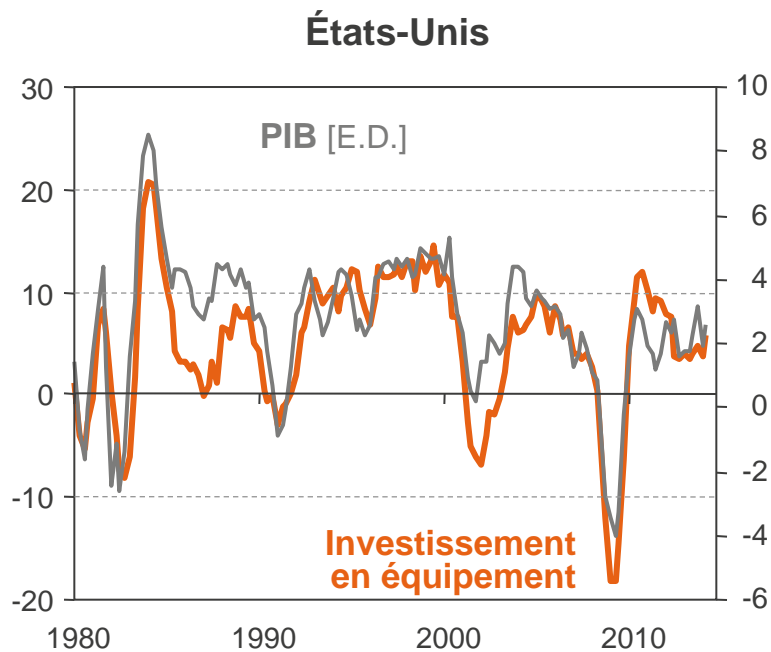
LA DÉPENSE DES ENTREPRISES RÉPOND MOINS AUX VARIATIONS DE TAUX D'INTÉRÊT...

**Graphique 9. Flux d'endettement
des entreprises non financières**



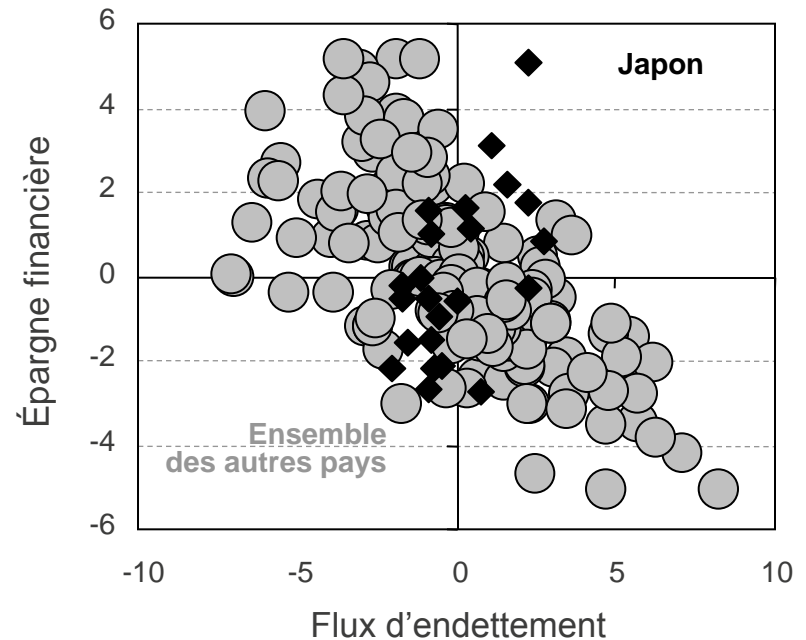
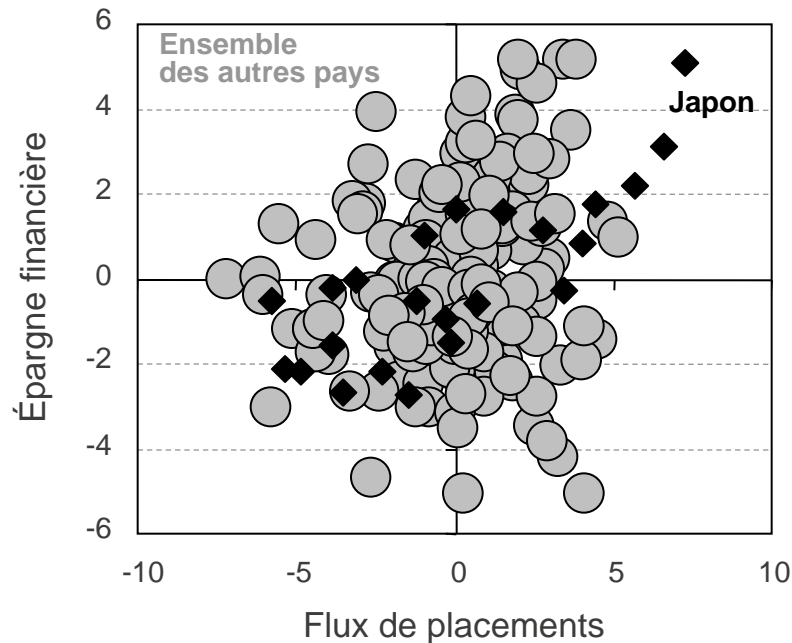
* Taux des fonds fédéraux déflaté par l'inflation moyenne des dix dernières années.

Graphique 4. Investissement en équipement et activité (en %, glissement annuel)



LA PROPENSION À DÉPENSER DES MÉNAGES DÉPEND DE LEUR COMPORTEMENT D'ENDETTEMENT... PLUS QUE DE CELUI DE LEURS PLACEMENTS

Graphique 10. Flux de placements, flux d'endettement et taux d'épargne financière pour huit pays développés
(en % du PIB)

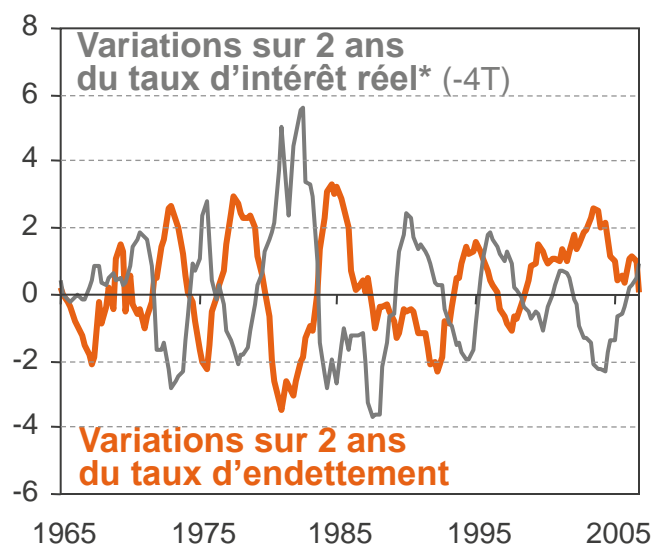


Sur ces graphiques, les points sont annuels, ils concernent la période 1991-2013, sauf pour la Belgique dont les comptes financiers ne commencent qu'en 1999. Les variables sont centrées pour chaque pays.

LES IMPULSIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE SE TRANSMETTENT SURTOUT PAR L'ENDETTEMENT DES MÉNAGES

Graphique 13. Impulsion monétaire, endettement des ménages et variations des propensions à dépenser des agents non financiers américains
(en % du PIB)

Impulsions monétaires et variations de l'endettement des ménages

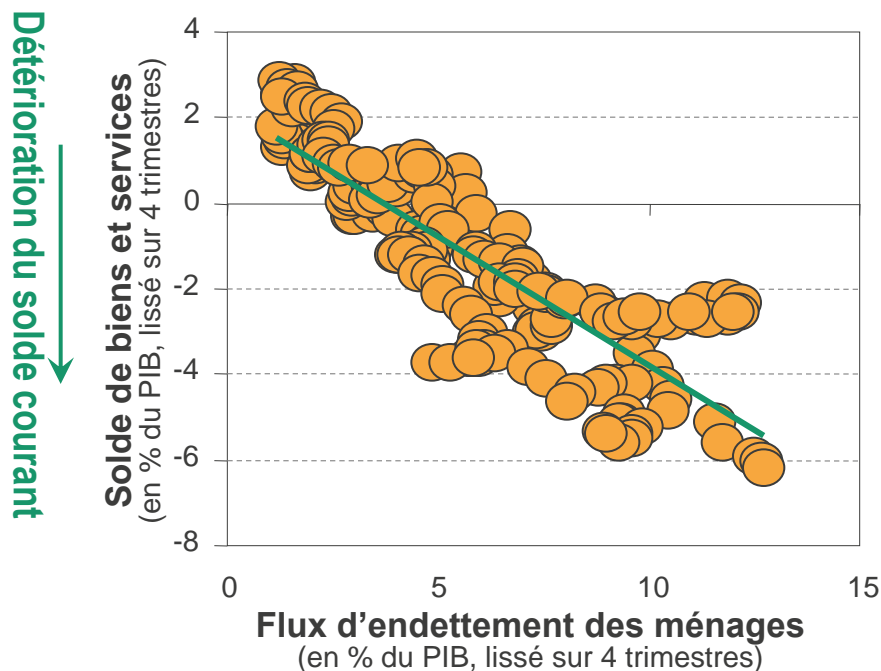


(*) Le taux d'intérêt réel est ici la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance moyen du revenu des ménages au cours des dix années précédentes. Le taux d'intérêt est une moyenne pondérée du taux de titres du Trésor à dix ans (70%) et de celui des fonds fédéraux (30%) ; ce taux est décalé de quatre trimestres. Les zones en gris sur le graphiques de droite correspondent aux récessions américaines définies par la NBER.

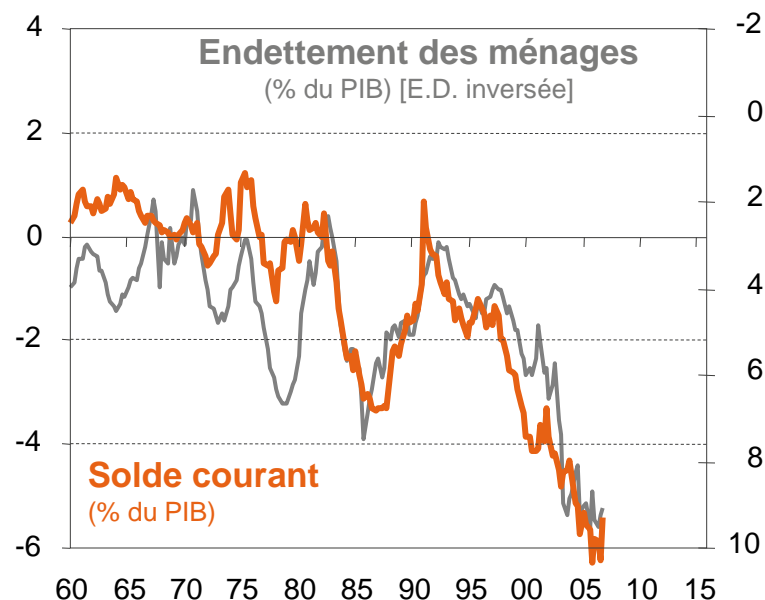
L'APPÉTIT DES MÉNAGES POUR L'EMPRUNT ET LES CANAUX DE FINANCEMENT DISPONIBLES SONT TRÈS DIFFÉRENTS D'UN PAYS À L'AUTRE

Graphique 26. Endettement des ménages des pays « dépensiers », soldes courants et croissance des pays « peu dépensiers »

Espagne, France, États-Unis et Royaume-Uni



Solde courant et endettement des ménages aux États-Unis



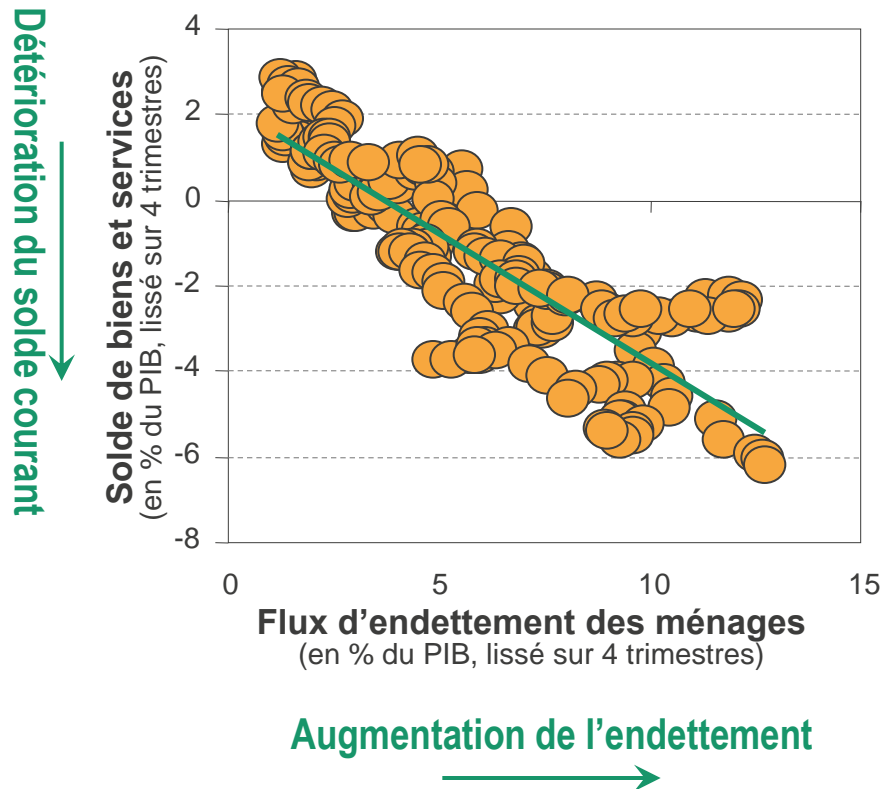
Augmentation de l'endettement

Le graphique de gauche a trait à la période 1995-2006. Le graphique de droite a trait à la période 2002-2006 pour les cinq pays non exportateurs de pétrole qui ont dégagé les plus gros excédents courants (en dollars).

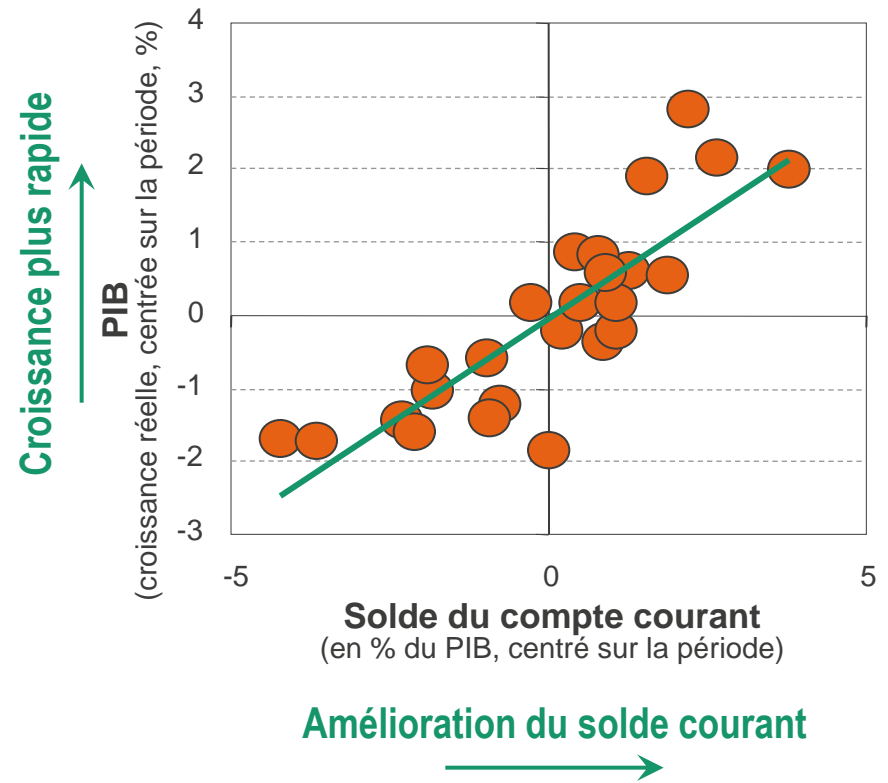
L'APPÉTIT DES MÉNAGES POUR L'EMPRUNT ET LES CANAUX DE FINANCEMENT DISPONIBLES SONT TRÈS DIFFÉRENTS D'UN PAYS À L'AUTRE

Graphique 26. Endettement des ménages des pays « dépensiers », soldes courants et croissance des pays « peu dépensiers »

Espagne, France, États-Unis et Royaume-Uni



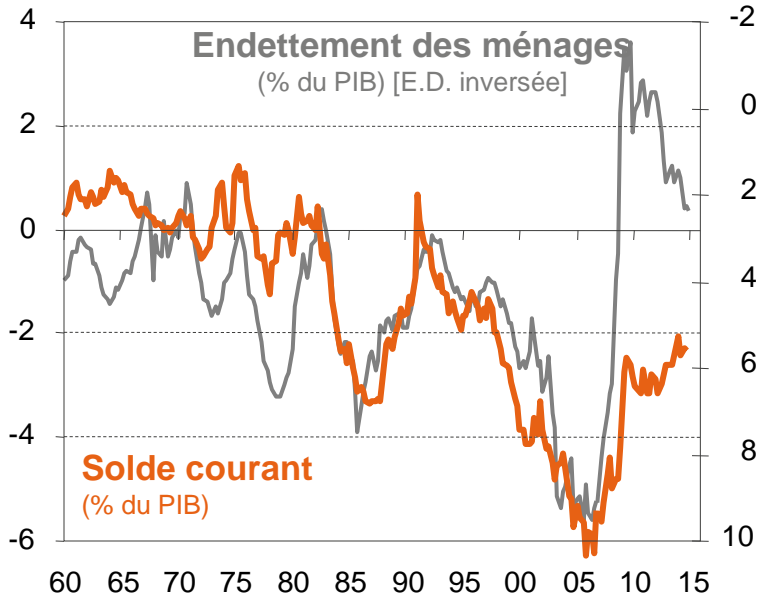
Allemagne, Chine, Japon, Pays-Bas et Suisse



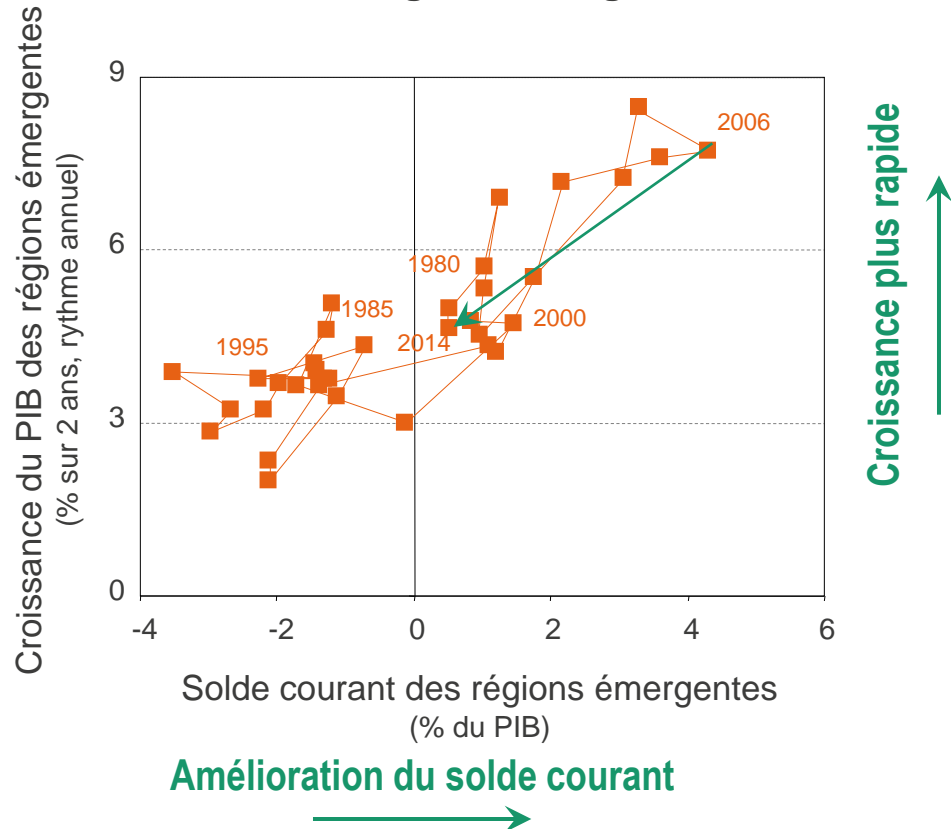
Le graphique de gauche a trait à la période 1995-2006. Le graphique de droite a trait à la période 2002-2006 pour les cinq pays non exportateurs de pétrole qui ont dégagé les plus gros excédents courants (en dollars).

COMPTER SUR LA RÉPONSE DES MÉNAGES DE QUELQUES PAYS SEULEMENT POUR SOUTENIR LA CROISSANCE MONDIALE N'ÉTAIT PAS SOUTENABLE !

Solde courant et endettement des ménages aux États-Unis

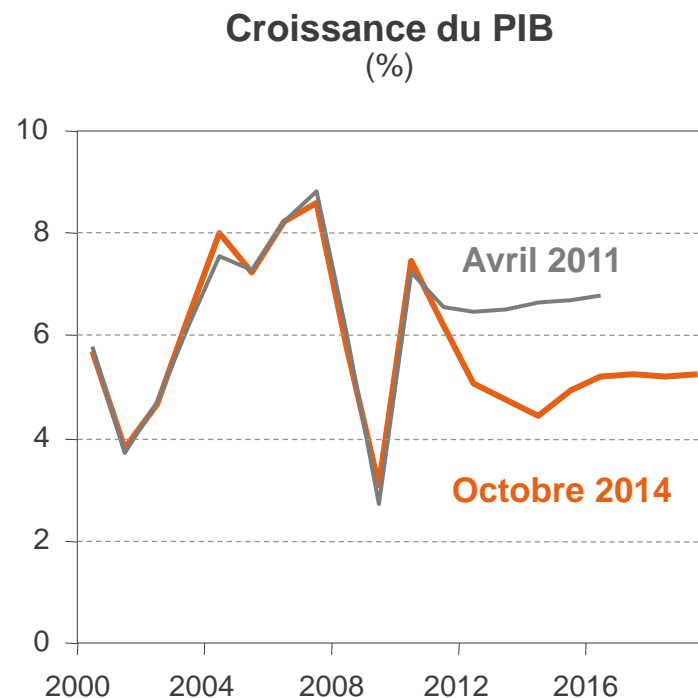
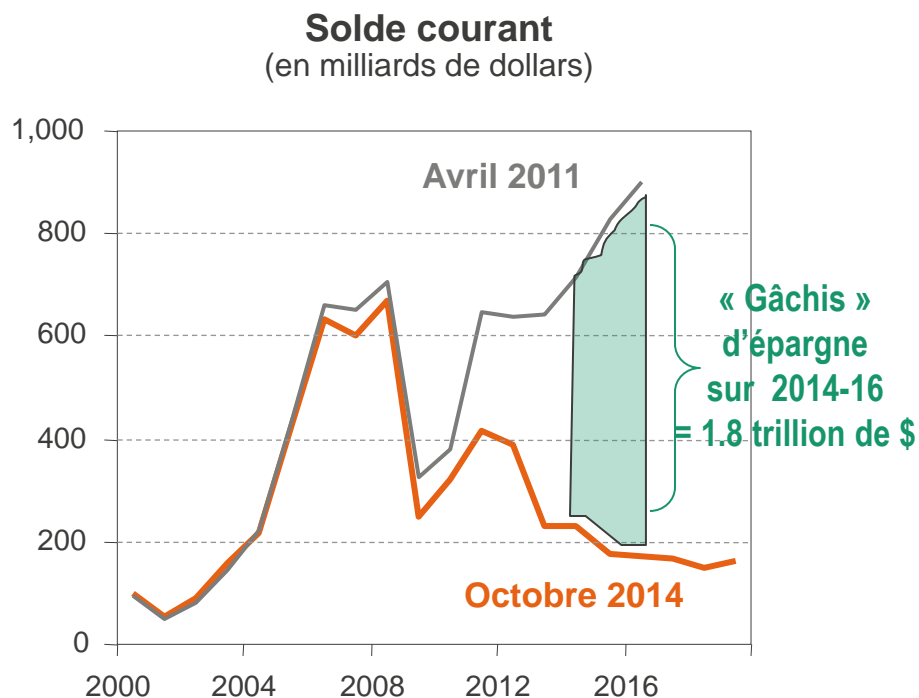


Solde courant et croissance dans les régions émergentes



FAUTE DE CANAUX DE FINANCEMENTS CAPABLES DE MOBILISER CETTE ÉPARGNE, LA CROISSANCE SERA PLUS FAIBLE

Graphique 33. Révision des soldes courants et de la croissance des régions émergentes prévues par le FMI, 2000-2019



LA MISE EN PLACE DE NOUVEAUX CANAUX DE FINANCEMENT EST DEVENUE AUJOURD'HUI UNE PRÉOCCUPATION GÉNÉRALE

Un canal de financement se compose :

- ❑ **D'un mécanisme d'allocation** – banque ou marché financier – qui décide du bénéficiaire, de la durée, de la nature et du prix du financement.
 - ➔ Des risques sont ainsi mis en place qu'il faudra porter jusqu'à l'échéance du financement, en même temps qu'il faudra en assurer le *funding*.
- ❑ **De dispositifs qui permettent**, à l'instar des marchés « classiques », **de faire circuler** la charge du *funding* comme celle des risques associés à ces financements :
 - ➔ Titrisation, repos, produits dérivés, assurance du risque de crédit...

A côté des banques, ces canaux de financement font intervenir d'autres acteurs financiers :

- ❑ **Des collecteurs d'épargne** (assureurs, fonds de pension, fonds communs de placements) peuvent ainsi contribuer au financement de l'économie réelle.
 - ❑ **De « purs » preneurs de risques** (*shadow banking*) peuvent porter une partie des risques associés à ce financement.
- ➔ Le plan Juncker comme l'AIIB (*Asian Infrastructure Investment Bank*) s'inscrivent dans le cadre de la mise en place de nouveaux canaux de financement.

L'UNION DES MARCHÉS DE CAPITAUX DEVRAIT, ELLE AUSSI, AVOIR POUR OBJECTIF LA MISE EN PLACE DE NOUVEAUX CANAUX DE FINANCEMENTS

Une Union des Marchés de Capitaux est indispensable au bon fonctionnement de la zone euro. Jusqu'ici la transmission d'une politique monétaire unique est passée par des canaux de financement extrêmement différents d'un pays à l'autre... avec des conséquences dommageables (en particulier une concentration de l'endettement dans quelques pays).

- ❑ La priorité est de faire une union des capitaux **au niveau de la zone euro**, puis éventuellement au niveau du reste de l'union.
- ❑ **Un grand marché obligataire** alimenté par des mécanismes de titrisation est le levier le plus puissant pour homogénéiser les conditions de crédit.
- ❑ L'Union des Marchés de Capitaux ne peut résulter uniquement de l'abaissement de barrières : **l'UMC doit viser explicitement à construire des canaux de financement** dont chacun des éléments mérite débat (forme de la titrisation, labellisation des prêts titrisés, garantie du risque de crédit par des assureurs privés ou publics,...).

« Faire tourner la planche à billet » ne suffit pas.

Il faut construire de nouveaux canaux de financement pour mobiliser le potentiel d'épargne existant.

Les gouvernements ont ici un rôle à jouer : s'ils ne veulent pas emprunter, ils peuvent aider à la mise en place de ces nouveaux canaux et, si nécessaire, apporter leur garantie là où ils le jugent souhaitable.



AMSTERDAM
BRUXELLES
DUBAÏ
FRANCFORT
GENÈVE

LONDRES
LUXEMBOURG
MADRID
MILAN
PARIS

Ce document est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

Attention : les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE. Candriam précise que l'information n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales promouvant l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com le document "informations clés pour l'investisseur", le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds. Ces documents sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.