

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 février 2012 – N° 128

La politique monétaire très expansionniste depuis les années 1990 a-t-elle eu le moindre effet sur l'inflation ?

Depuis le début des années 1990, la politique monétaire mondiale a été très expansionniste avec des taux d'intérêt anormalement bas et une très forte croissance de la liquidité. Voit-on le moindre signe que cette politique monétaire ait conduit à un supplément d'inflation dans les pays de l'OCDE ou dans les pays émergents, directement ou indirectement, par les prix des matières premières par exemple ?

La réponse est négative :

- *l'inflation sous-jacente n'a pas accéléré, il n'y a donc pas eu d'inflation salariale ce que nous expliquons ;*
- *même s'il peut y avoir des bulles transitoires spéculatives, la hausse des prix des matières premières (qui est d'ailleurs suivie régulièrement de baisses) est surtout attribuable à l'équilibre normal des marchés des matières premières.*

Nous regardons aussi si dans certains pays (ce n'est pas le cas en moyenne) on a observé une hausse de l'inflation sous-jacente, et pour quelles raisons. La hausse de l'inflation sous-jacente dans ces pays peut être attribuée soit à la hausse des coûts salariaux. (Inde, Brésil, Argentine) soit à la hausse des marges bénéficiaires des entreprises (Royaume-Uni, Turquie). Mais il ne s'agit pas d'un phénomène mondial.

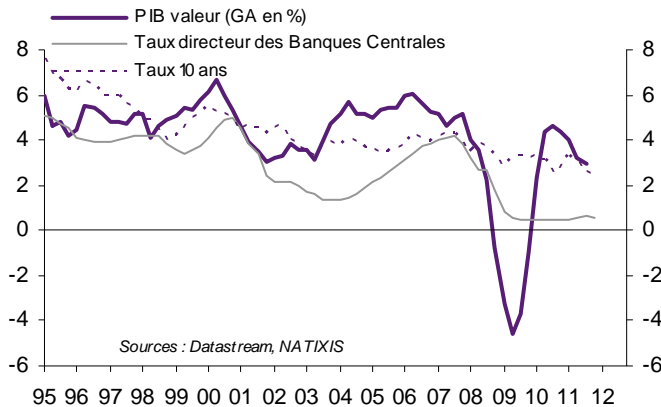
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Politique monétaire mondiale très expansionniste depuis les années 1990

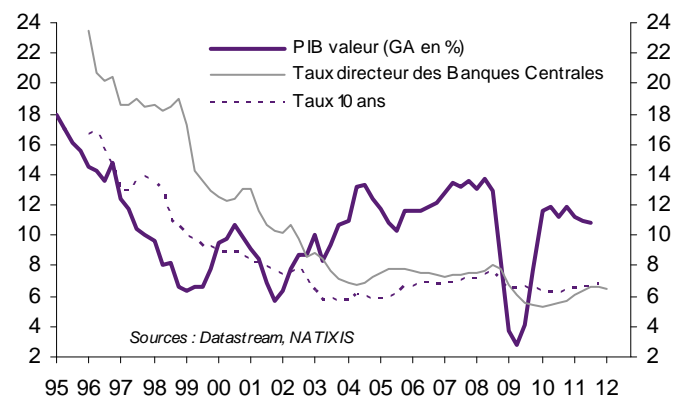
La politique monétaire mondiale a été très expansionniste depuis les années 1990 avec les politiques de relance après les récessions, avec l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents et exportateurs de pétrole. Ceci se voit :

- au niveau anormalement bas des taux d'intérêt depuis le début des années 2000 par rapport au taux de croissance (nous regardons les pays de l'OCDE, les pays émergents et exportateurs de pétrole, le Monde, (graphiques 1a/b/c) ;
- à la croissance très rapide de la base monétaire (de la monnaie de Banque Centrale, graphique 2), d'abord dans les pays émergents depuis 2009 dans les pays de l'OCDE.

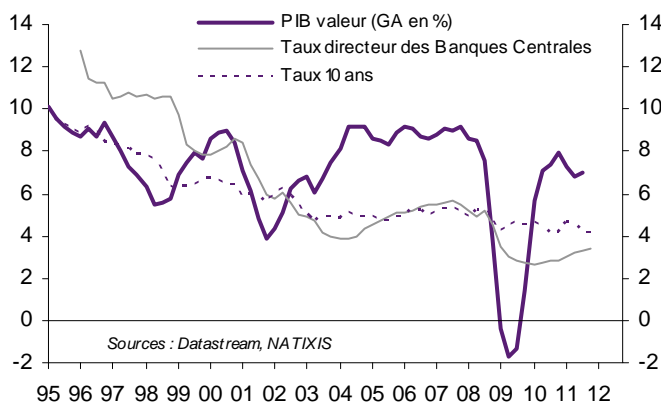
Graphique 1a
Etats-Unis + UE à 15 + Japon : taux d'intérêts et PIB valeur



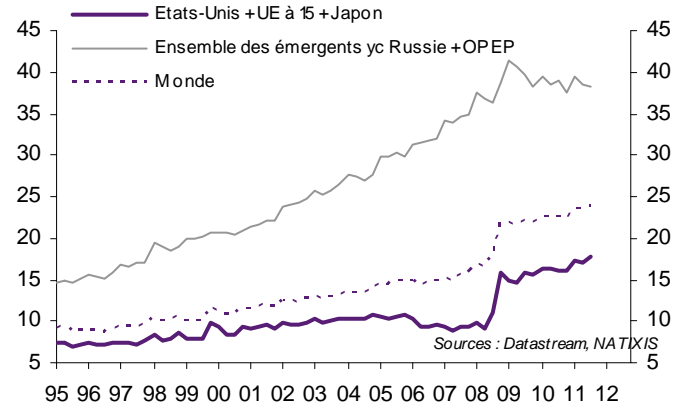
Graphique 1b
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP : taux d'intérêts et PIB valeur



Graphique 1c
Monde : taux d'intérêts et PIB valeur



Graphique 2
Base monétaire (en % du PIB)

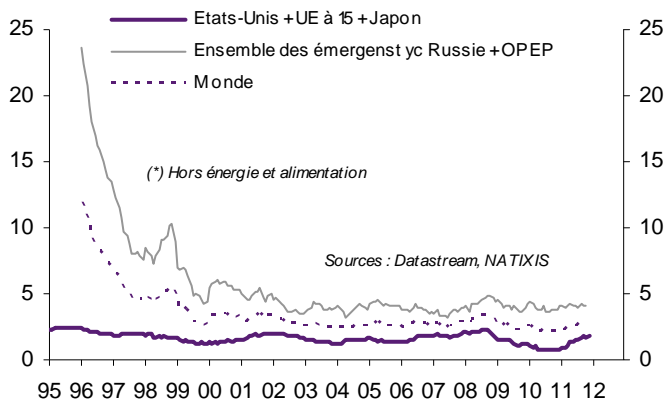


On s'attend souvent à ce que cette politique monétaire très expansionniste du Monde conduise au retour de l'inflation ; Nous nous demandons si on voit des signes d'un supplément d'inflation qu'on pourrait attribuer à la politique monétaire du Monde.

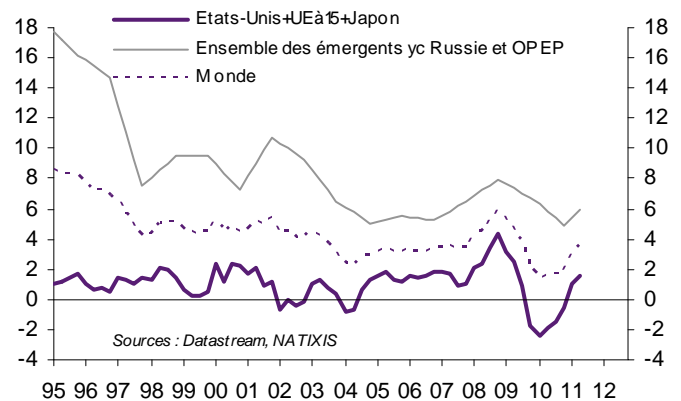
Aucune inflation sous-jacente supplémentaire

Le graphique 3 montre que l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est restée extrêmement stable depuis la fin des années 1990 (graphique 3).

Graphique 3
Core CPI* (GA en %)



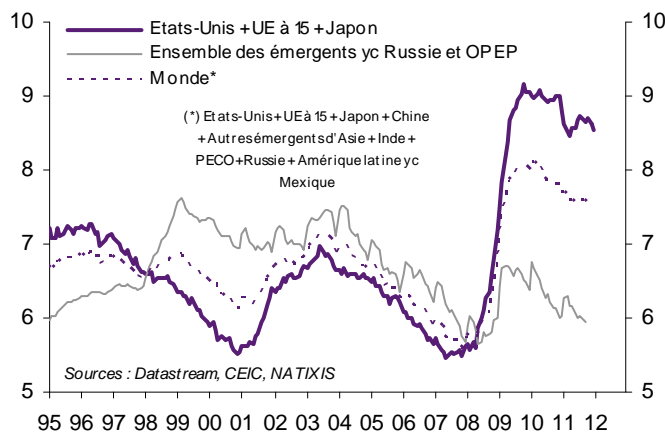
Graphique 4
Coût salarial unitaire (GA en %)



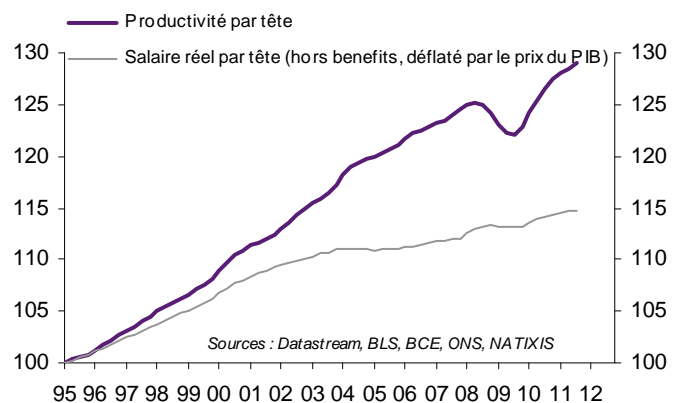
Ceci veut dire **qu'on n'identifie aucune accélération de l'inflation salariale. Le coût salarial unitaire (graphique 4) croît lui-même de manière régulière depuis la fin des années 1990, ce qui se comprend avec :**

- **les poussées périodiques du chômage (graphique 5a)** dans les pays de l'OCDE ;
- la baisse du pouvoir de négociation dans tous les pays qui permet **une déformation du partage des revenus ;**
- **au détriment des salariés (graphiques 5b/c/d) ;**
- **le faible taux d'emploi du Monde (graphique 6),** qui implique que, l'économie mondiale était loin du plein emploi, la création monétaire n'entraîne pas de hausse des coûts salariaux.

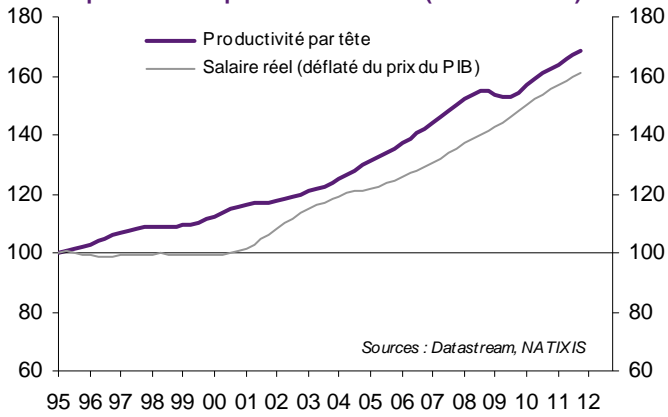
Graphique 5a
Taux de chômage



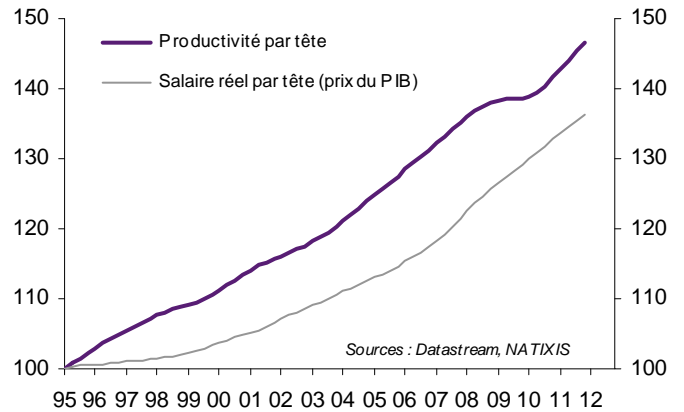
Graphique 5b
Etats-Unis + UE à 15 + Japon : productivité et salaire (100 en 1995:1)



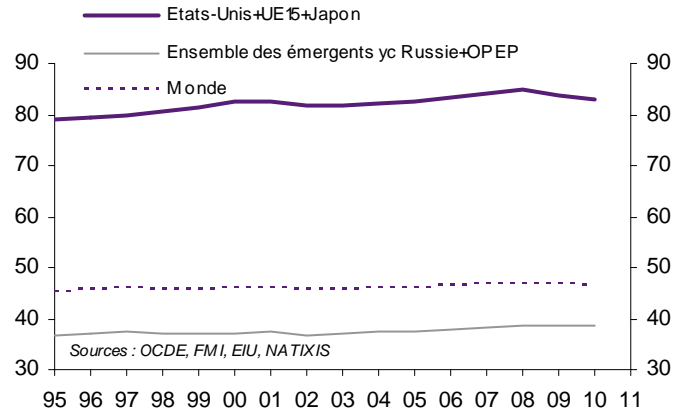
Graphique 5c
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP:
productivité par tête et salaire (100 en 1995:1)



Graphique 5d
Monde : productivité et salaire (100 en 1995:1)



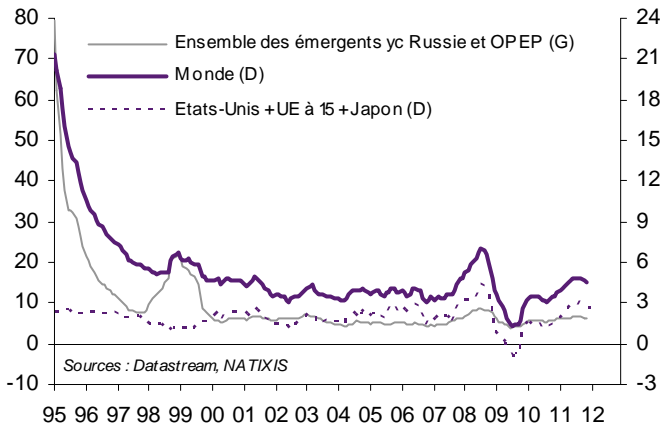
Graphique 6
Emploi (en % de la population de 20 à 60ans)



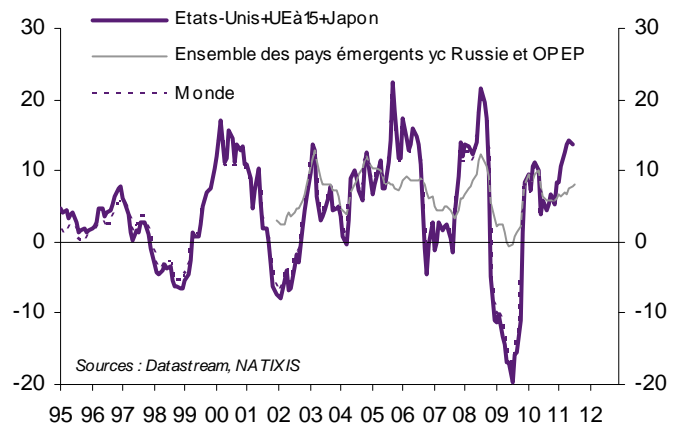
La hausse de l'inflation due aux prix des matières premières n'est pas liée durablement à la création monétaire

Puisque l'inflation sous-jacente est stable (graphique 3 plus haut), les poussées d'inflation (graphique 7a) sont dues uniquement aux prix de l'énergie (graphique 7b) et de l'alimentation (graphique 7c).

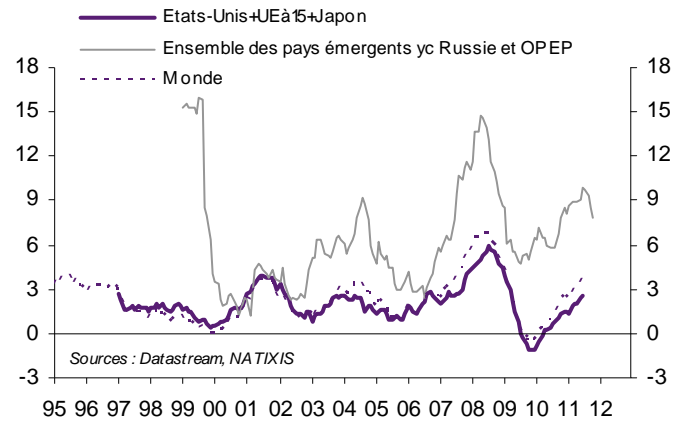
Graphique 7a
Inflation (CPI, GA en %)



Graphique 7b
CPI énergie (GA en %)



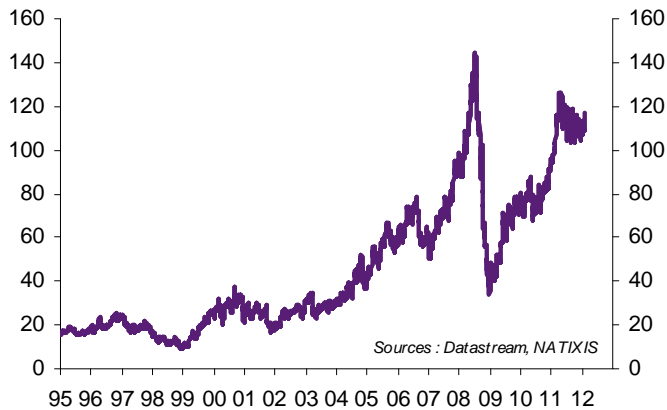
Graphique 7c
CPI alimentation (GA en %)



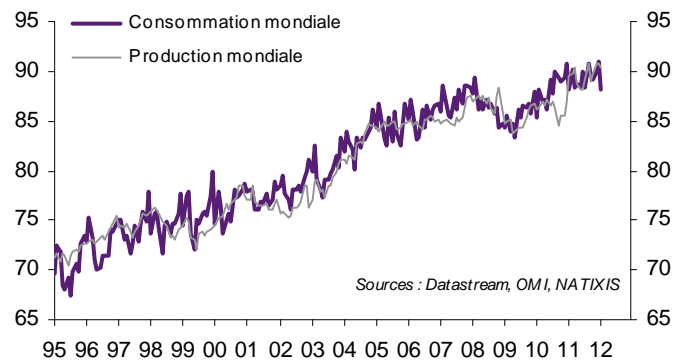
Mais on peut bien sûr mettre en avant l'idée suivante : **la création monétaire a conduit à une hausse forte des prix des matières premières en finançant des achats spéculatifs de matières premières.**

- En ce qui **concerne le pétrole (graphique 8a)**, les mouvements importants des prix s'expliquent par les écarts en demande et production (graphiques 8b/c), excès de production en 2008, excès de demande en 2010. Aujourd'hui, la production et la demande sont voisines.

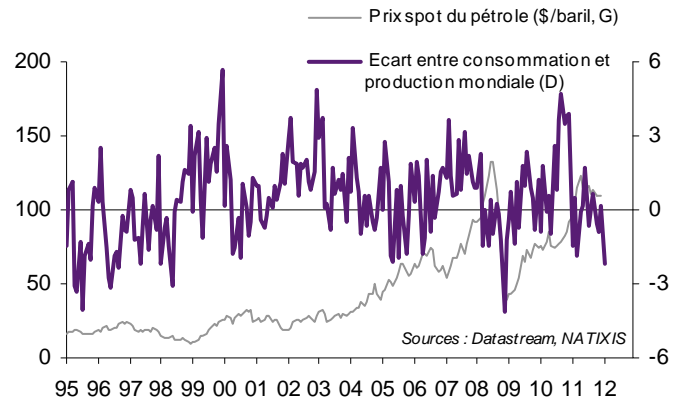
Graphique 8a
Prix du pétrole (\$/baril, Brent)



Graphique 8b
Monde : consommation et production de pétrole (en millions de barils/j)

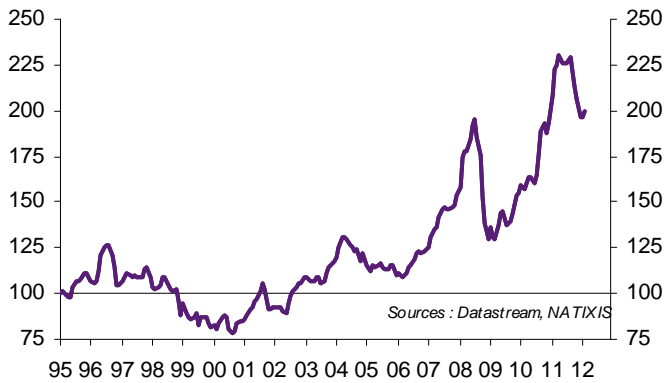


Graphique 8c
Pétrole : prix et écart entre consommation et production

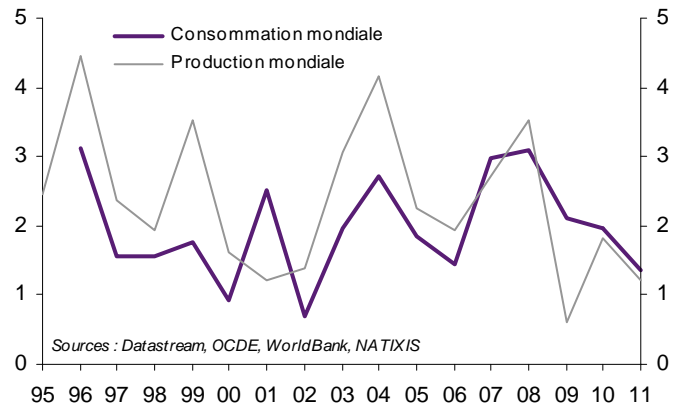


- En ce qui concerne les matières premières alimentaires (graphique 9a), la hausse des prix depuis 2007 puis 2009 correspond bien à une forte croissance de la demande mondiale (graphique 9b). Mais les hausses des prix sont aussi associées à une forte activité sur les marchés à terme (graphique 9c), mais le sens de la causalité n'est pas clair ; et le lien avec la politique monétaire non plus.

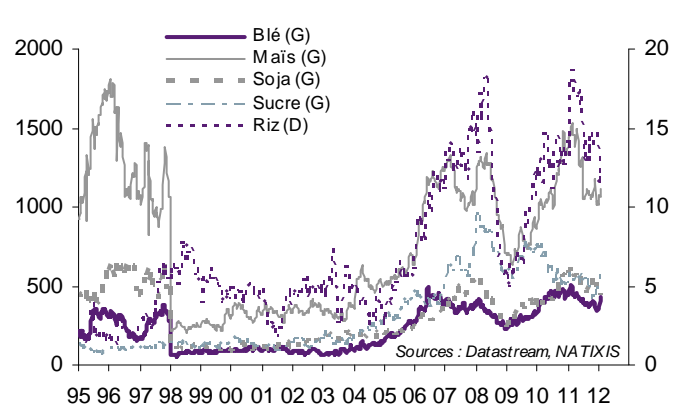
Graphique 9a
Prix des matières premières alimentaires
(en \$, 100 en 1995:1)



Graphique 9b
Alimentation : consommation et production mondiale (en % par an)



Graphique 9c
Nombre de contrats sur marchés futures
(total long, en milliers)



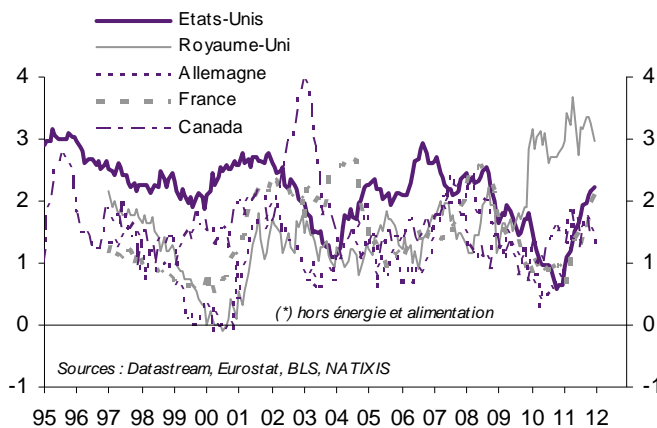
Où y a-t-il de l'inflation sous-jacente ?

Nous avons vu plus haut que l'inflation sous-jacente ne réapparaissait pas globalement. Y a-t-il des pays où l'inflation sous-jacente a augmenté et comprend-on pourquoi ?

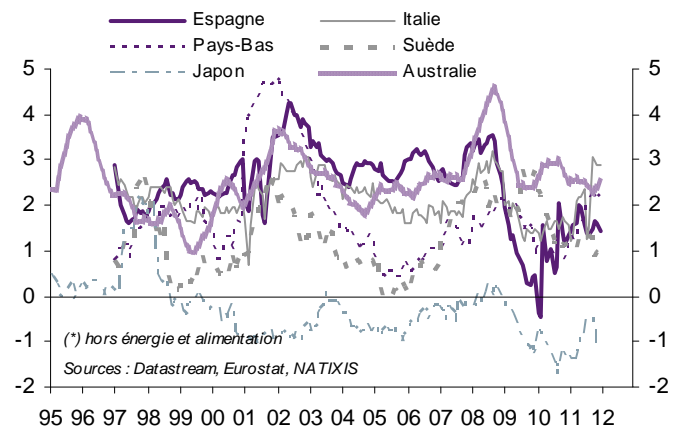
L'inflation sous-jacente montre une tendance à la hausse :

- au Royaume-Uni (graphique 10a) ;
- pas dans les autres pays de l'OCDE (graphiques 10a/b) ;
- en Inde, au Brésil, (graphique 10c) ;
- en Argentine, en Turquie (graphique 10d).

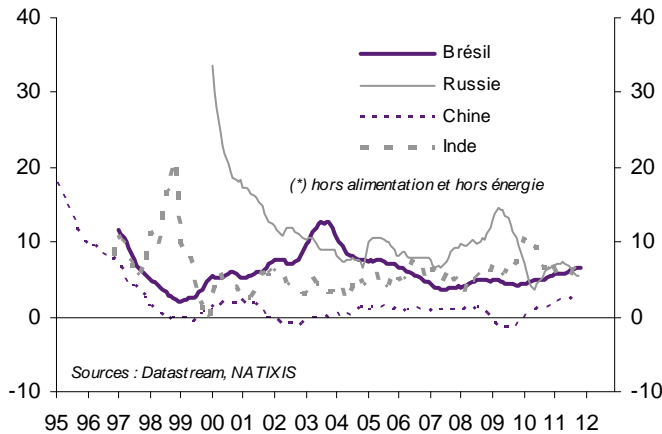
Graphique 10a
Inflation sous-jacente* (GA en %)



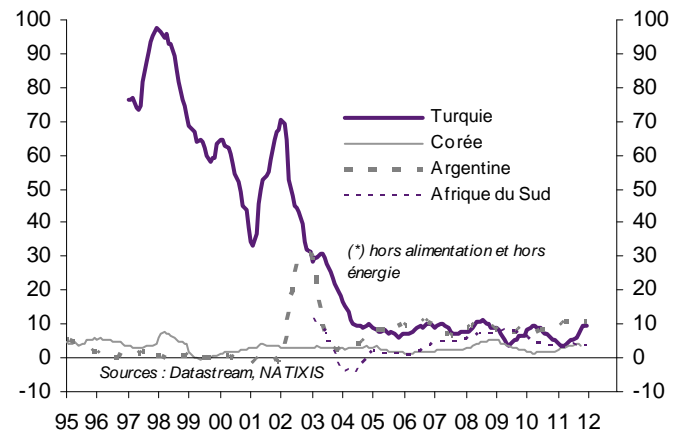
Graphique 10b
Inflation sous-jacente* (GA en %)



Graphique 10c
Inflation sous-jacente* (GA en %)



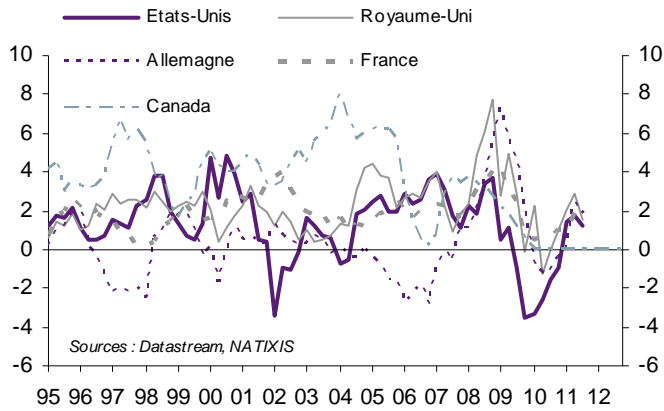
Graphique 10d
Inflation sous-jacente* (GA en %)



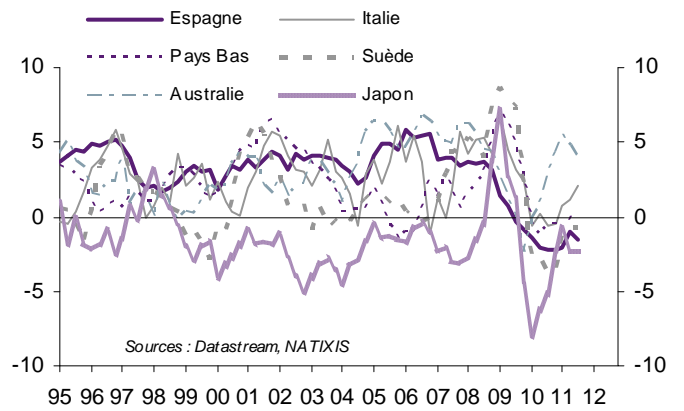
Cette hausse de l'inflation sous-jacente peut être attribuée :

- à la hausse des coûts salariaux (graphiques 11a à 11d), en Inde, au Brésil, en Argentine ;
- à la hausse des marges bénéficiaires dans les services (graphiques 12a à 12d) au Royaume-Uni, en Argentine ;
- à la hausse des marges bénéficiaires de l'industrie (graphiques 13a à 13d) en Inde, en Turquie, en Argentine.

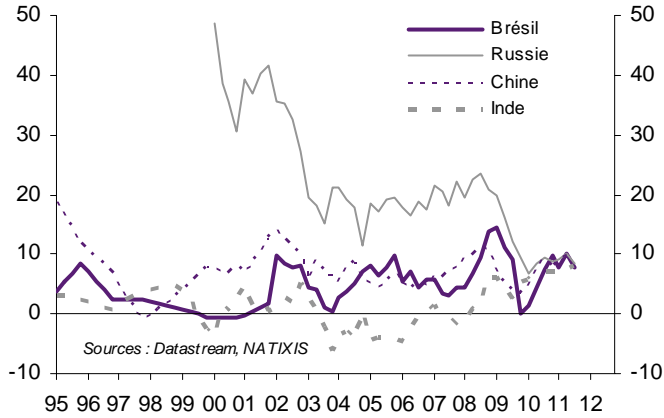
Graphique 11a
Coût salarial unitaire (GA en %)



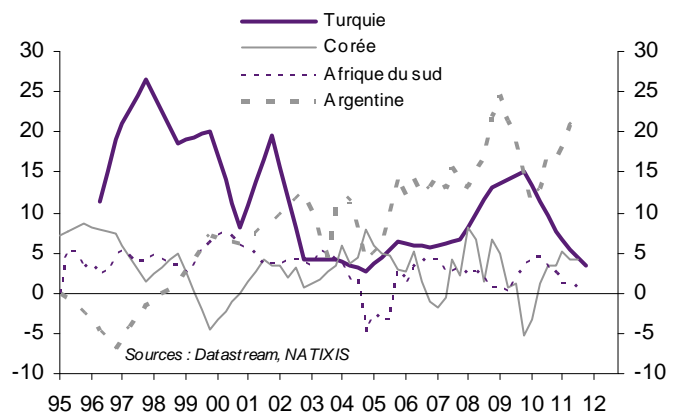
Graphique 11b
Coût salarial unitaire (GA en %)



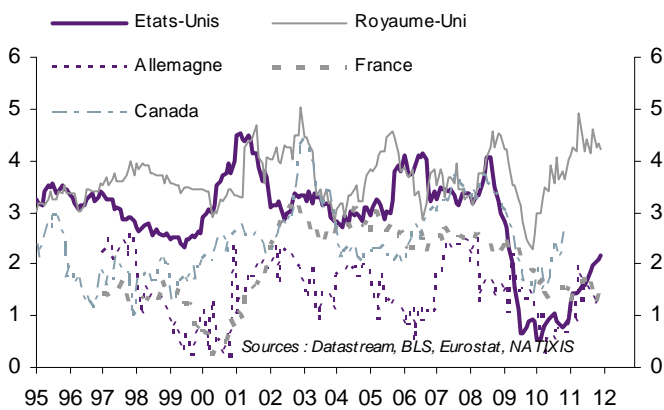
Graphique 11c
Coût salarial unitaire (GA en %)



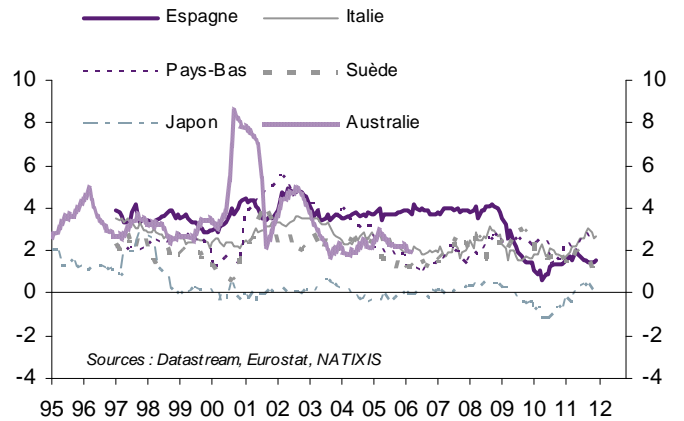
Graphique 11d
Coût salarial unitaire (GA en %)



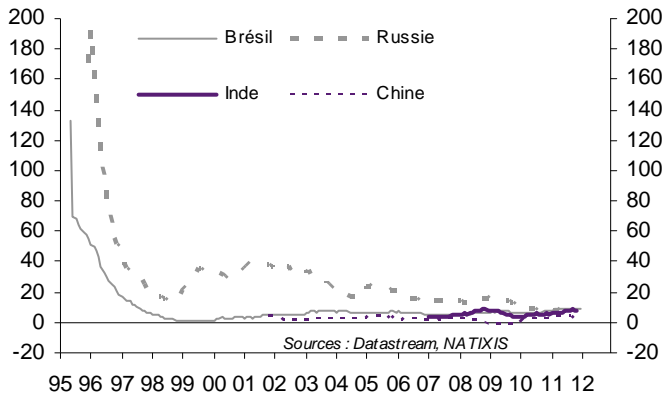
Graphique 12a
CPI services (GA en %)



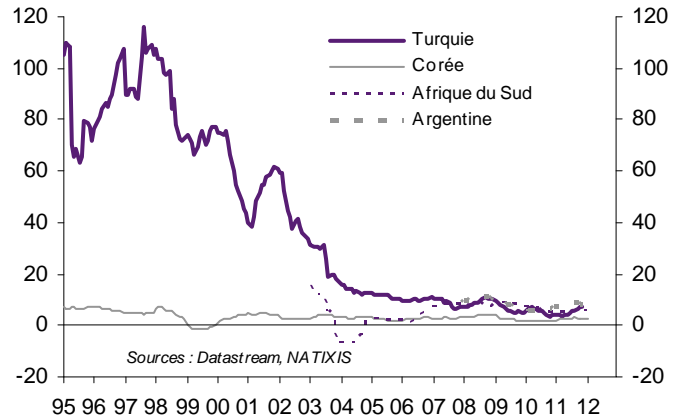
Graphique 12b
CPI services (GA en %)



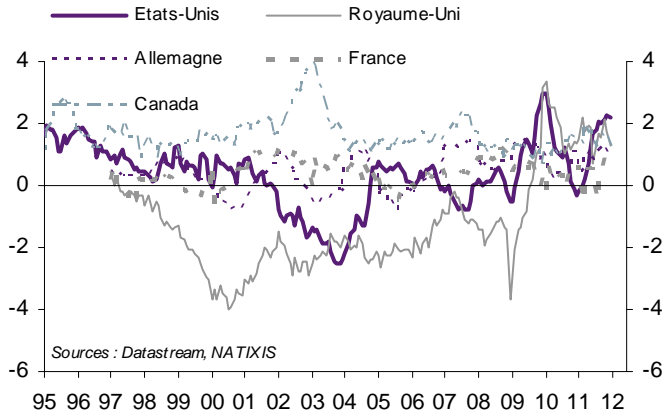
Graphique 12c
CPI services (GA en %)



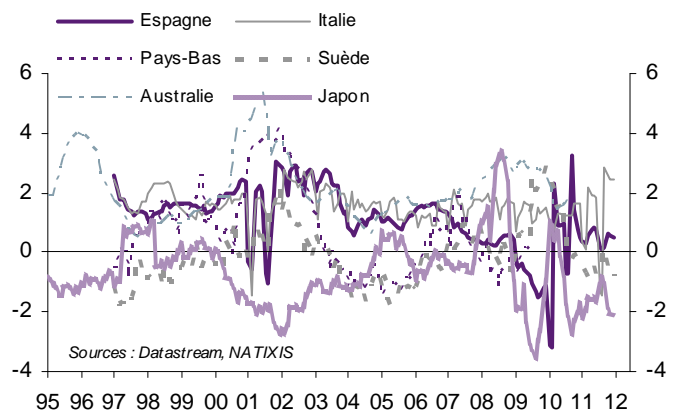
Graphique 12d
CPI services (GA en %)



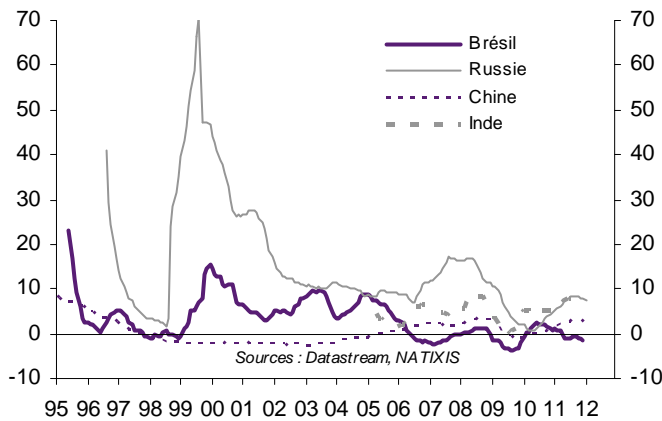
Graphique 13a
CPI manufacturier (GA en %)



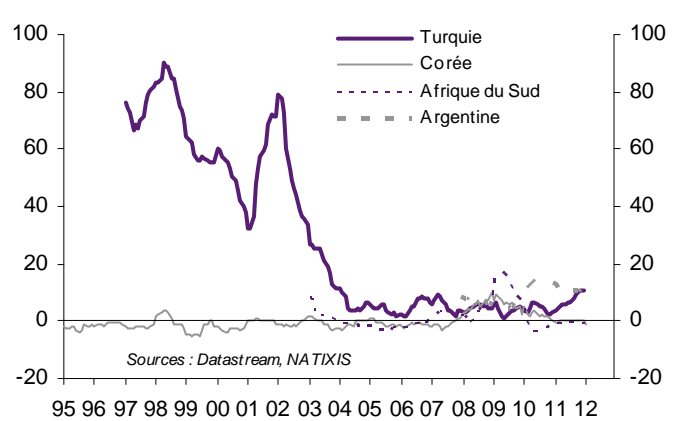
Graphique 13b
CPI manufacturier (GA en %)



Graphique 13c
CPI des biens manufacturés (GA en %)



Graphique 13d
CPI des biens manufacturés (GA en %)



Synthèse : aucun signe durable convaincant d'inflation liée à la politique monétaire

Malgré la très forte croissance de l'offre de monnaie :

- on ne voit aucun signe d'inflation sous-jacente ou salariale, ce qui s'explique par la situation du marché de travail ;
- les hausses des prix de certaines matières (alimentaires) qu'on peut en partie attribuer à la croissance monétaire au travers des marchés à terme sont transitoires et ne provoquent pas d'inflation durable,
- dans quelques pays, de l'inflation sous-jacente apparaît (Royaume-Uni, Inde, Brésil, Argentine, Turquie), on peut l'attribuer à la hausse des coûts salariaux en Inde, au Brésil, en Argentine et à la hausse des marges bénéficiaires des entreprises.

Au total, on ne décèle aucun risque pour l'instant d'un effet inflationniste des politiques monétaires expansionnistes.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable 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.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant 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.

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 acceptée 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 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 sont 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 agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) 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'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP 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 ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA