

LES POLITIQUES MONÉTAIRES DES PAYS DE L'OCDE CONFRONTÉES À LA FAIBLESSE STRUCTURELLE DE L'INFLATION ET À LEUR INEFFICACITÉ CROISSANTE

PATRICK ARTUS*

215

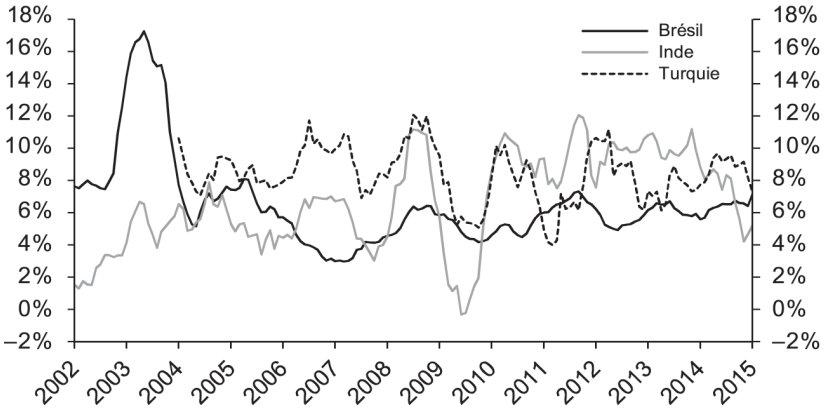
LE RISQUE INFLATIONNISTE EXISTE ENCORE DANS LES PAYS ÉMERGENTS

Beaucoup de pays émergents (nous regardons ici les situations du Brésil, de l'Inde et de la Turquie) sont confrontés à des pressions inflationnistes (cf. graphique 1 *infra*) qui proviennent de la présence de nombreux goulots d'étranglement sur le marché du travail, d'où les hausses rapides des salaires (cf. graphique 2 *infra*), concernant la production d'électricité qui est trop faible (cf. graphique 3 *infra*), ce qui limite la capacité de production de l'industrie, affectant les infrastructures de transport, insuffisantes pour rendre possible le développement industriel, le transport des matières premières (cf. tableau *infra*).

* Chef économiste, membre du comité exécutif, Natixis. Contact : patrick.artus@natixis.com.

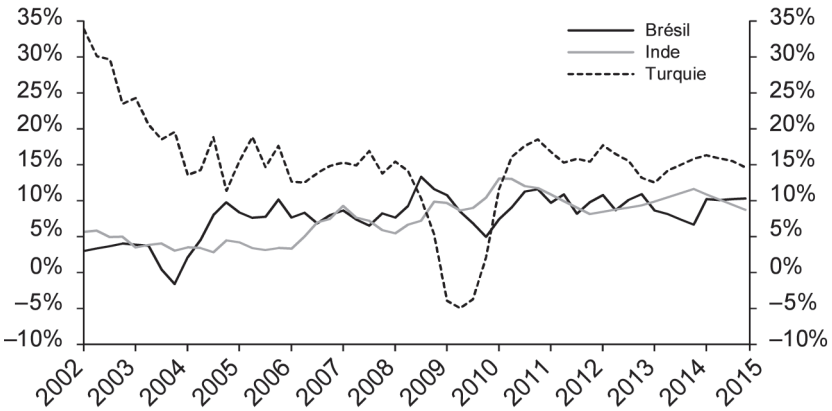
Graphique 1
Inflation

(indice des prix à la consommation - IPC -, glissement annuel - GA)



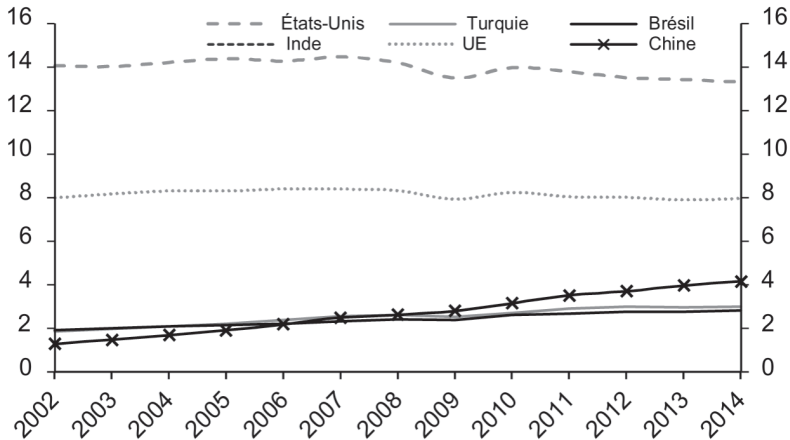
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 2
Salaires nominal par tête
(GA)



Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 3
Production d'électricité
(en MWh/habitant)



UE : Union européenne.

Sources : Datastream ; Natixis.

Tableau
Infrastructures de transport

217

	États-Unis	Chine	UE	Brésil	Inde	Turquie
Routes en 2011 (en km pour 100 000 habitants)	2 105,91	305,51	1 090,86	802,89	384,09	506,82
Voies ferrées en 2012 (en km pour 100 000 habitants)	73	5	42	15	5	13
Nombre d'aéroports en 2013 (pour 100 000 habitants)	4,27	0,04	2,04	0,03	0,13	4,27
Trafic de conteneurs dans les ports en 2012 (en TEU* pour 100 000 habitants)	137,31	114,77	188,18	44,62	7,95	84,19

* TEU (*twenty-foot equivalent unit*) : unité équivalente à 20 pieds (1 pied \approx 30,5 cm).

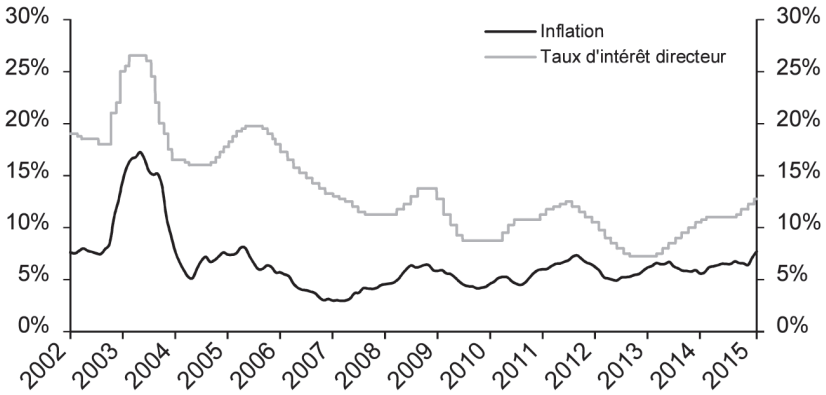
Sources : Banque mondiale ; CIA ; Natixis.

Ces différents goulots d'étranglement expliquent l'apparition de pressions inflationnistes structurelles. La problématique pour les banques centrales des pays émergents est alors traditionnelle. Soit elles poursuivent une politique ciblant la lutte contre l'inflation et mènent une politique monétaire restrictive avec le risque de déprimer l'investissement, d'aggraver les goulots d'étranglement et de déprimer l'activité. C'est aujourd'hui le cas du Brésil (cf. graphique 4a *infra*). Soit elles renoncent à lutter contre l'inflation, mènent une politique monétaire

peu restrictive pour soutenir l'activité, avec le risque que l'inflation persiste ; c'est le cas, par exemple, de la Turquie et de l'Inde (cf. graphiques 4b et 4c ci-contre), entre 2011 et 2014.

Graphiques 4 Inflation (IPC, GA) et taux directeur de la banque centrale

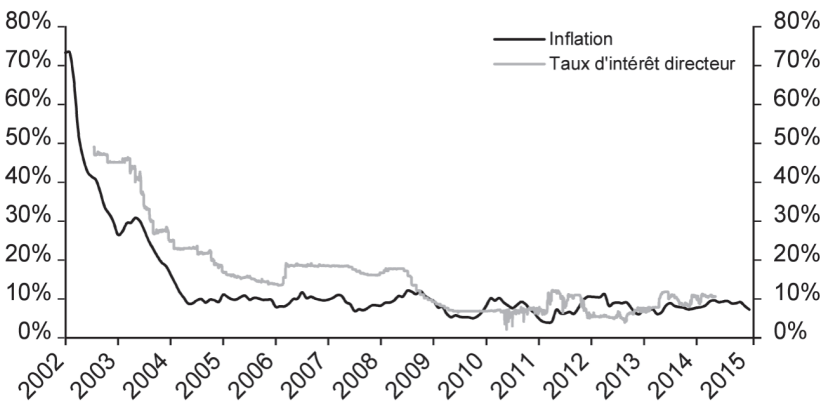
Graphique 4a Cas du Brésil



218

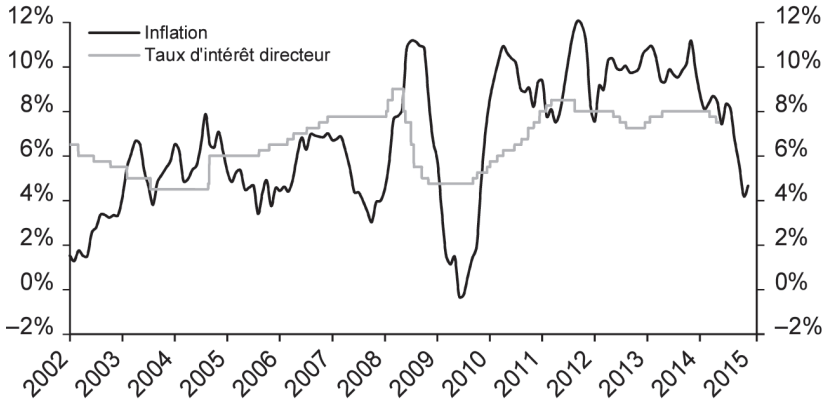
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 4b Cas de la Turquie



Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 4c
Cas de l'Inde



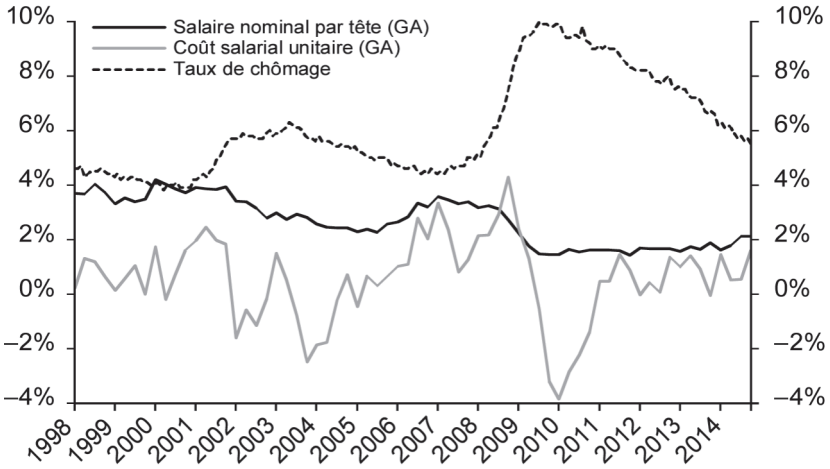
Sources : Datastream ; Natixis.

LA PROBLÉMATIQUE EST TRÈS DIFFÉRENTE POUR LES PAYS DE L'OCDE

Les banques centrales des pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) sont confrontées à deux nouvelles évolutions importantes. Il s'agit d'abord de la faiblesse structurelle de l'inflation. Le pouvoir de négociation des salariés a beaucoup faibli dans de nombreux pays : États-Unis, Japon, Royaume-Uni depuis 2008, Espagne. Cela implique que même lorsque les économies reviennent au plein-emploi, l'augmentation des salaires et des coûts salariaux unitaires connaît peu d'accélération.

On le constate dans la période récente, par exemple aux États-Unis (cf. graphique 5 *infra*). L'inflation sous-jacente reste donc faible même dans les périodes d'expansion (cf. graphique 6 *infra*) ; la hausse récente de l'inflation sous-jacente au Japon vient de la hausse de la TVA et de la dépréciation du yen.

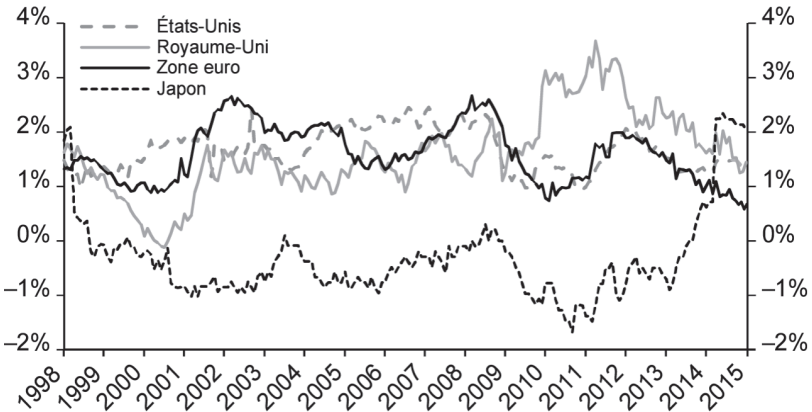
Graphique 5
États-Unis : salaire nominal par tête, coût salarial unitaire
et taux de chômage



Sources : Datastream ; Bureau of Labor Statistics (BLS) ; Bureau of Economic Analysis (BEA) ; Natixis.

220

Graphique 6
Inflation sous-jacente
 (core* IPC, GA)



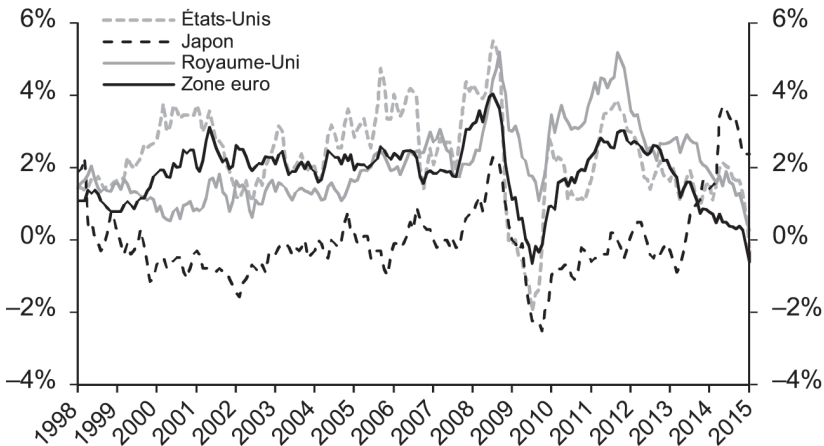
* Hors énergie et alimentation.

Sources : Datastream ; sources nationales ; Natixis.

De plus, l'affaiblissement de la croissance mondiale et de l'industrie dans les pays émergents a réduit la demande mondiale de matières premières et a donc fait baisser leurs prix d'équilibre, ce qui réduit encore plus le risque inflationniste.

Les banques centrales des pays de l'OCDE sont donc confrontées à une inflation faible (cf. graphique 7) qui devrait rester inférieure à leur objectif d'inflation même dans les périodes de croissance.

Graphique 7
Inflation
(IPC, GA)

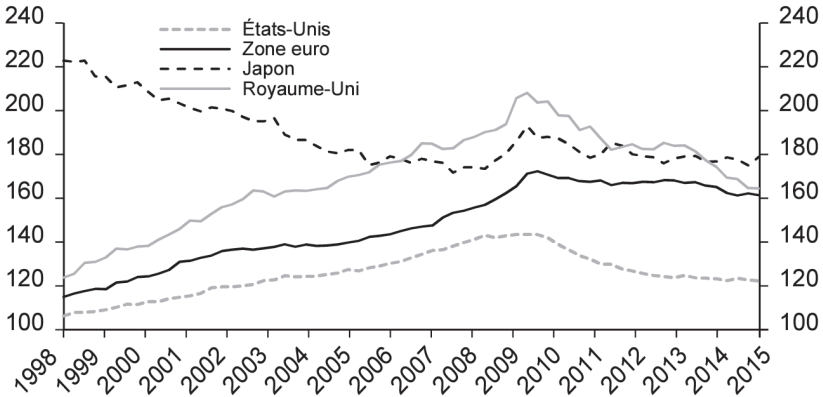


221

Sources : Datastream ; sources nationales ; Eurostat ; Natixis.

Il s'agit ensuite de l'efficacité réduite des politiques monétaires. La seconde évolution à laquelle les banques centrales des pays de l'OCDE sont confrontées est la perte d'efficacité des politiques monétaires expansionnistes. Elle est essentiellement due au niveau élevé des taux d'endettement du secteur privé (cf. graphique 8 *infra*) qui implique que même avec des taux d'intérêt très faibles, la demande de crédit ne redémarre pas (Royaume-Uni, zone euro, Japon) ou ne redémarre que tardivement (États-Unis).

Graphique 8
Dettes du secteur privé (entreprises et ménages)
 (en % du PIB valeur)



Sources : Datastream ; Federal Reserve (Fed) ; Office for National Statistics (ONS) ; Bank of Japan (BoJ) ; Banque centrale européenne (BCE) ; Natixis.

222

*CONCLUSION : DEUX PROBLÉMATIQUES
 DE POLITIQUE MONÉTAIRE TRÈS DIFFÉRENTES
 DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET LES PAYS DE L'OCDE*

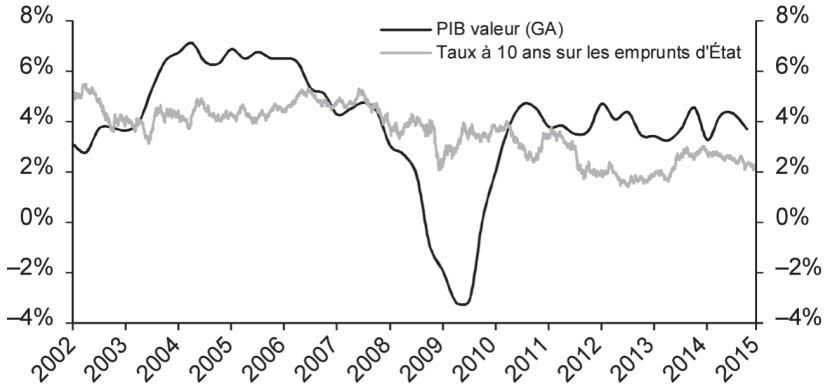
Dans les pays émergents, la problématique de la politique monétaire est celle de la difficulté d'utilisation de l'inflation *targeting* en stagflation, c'est-à-dire dans une situation où les problèmes structurels (goulots d'étranglement) font apparaître à la fois l'inflation et la croissance faible.

Dans les pays de l'OCDE, les banques centrales sont confrontées à la faiblesse structurelle de l'inflation, qui reste inférieure à l'objectif d'inflation avec le « nouveau » fonctionnement du marché du travail et le recul des prix des matières premières, et à l'inefficacité des politiques monétaires expansionnistes avec le niveau élevé des taux d'endettement du secteur privé.

Cela conduit les banques centrales des pays de l'OCDE à des politiques monétaires très expansionnistes (*quantitative easing*, taux d'intérêt à long terme inférieurs à la croissance nominale, cf. graphiques 9 ci-contre) puisque l'inflation est inférieure à l'objectif d'inflation et que la politique monétaire est inefficace pour stimuler l'activité donc l'inflation.

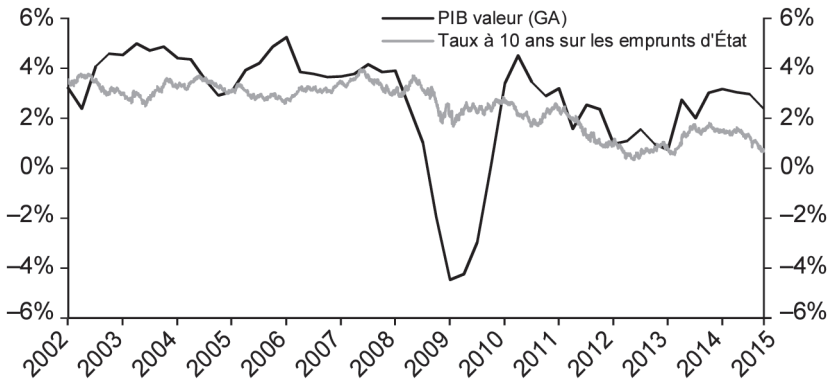
Graphiques 9 PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État

Graphique 9a
Cas des États-Unis



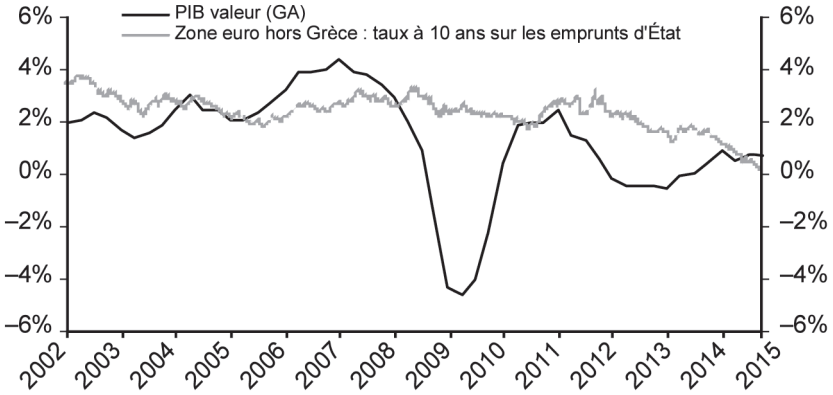
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 9b
Cas du Royaume-Uni



Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 9c
Cas de la Zone euro

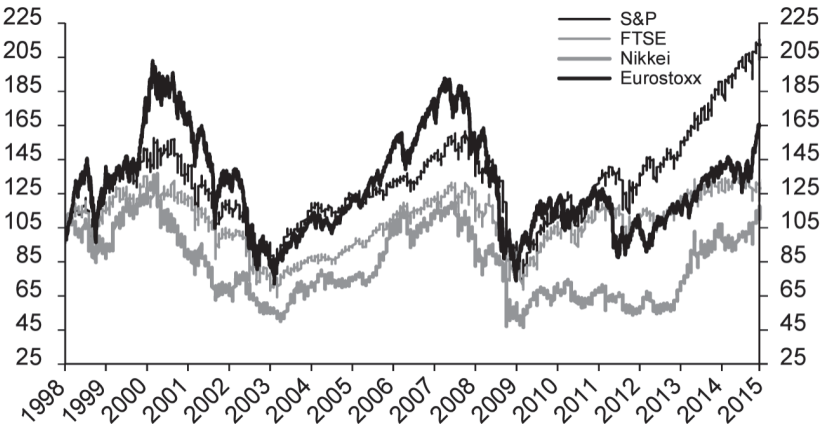


Sources : Datastream ; Natixis.

224

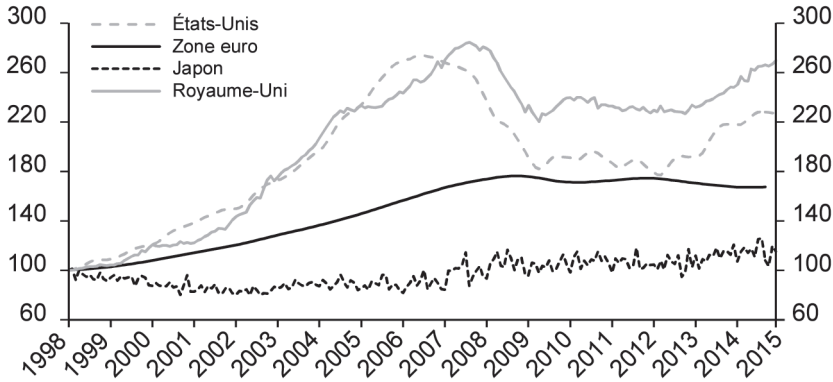
Le risque que l'on observe déjà depuis la fin des années 1990 est celui de bulles sur les prix d'actifs (actions, immobilier ; cf. graphiques 10 et 11 ci-contre), d'excès de liquidité conduisant à des flux de capitaux de grande taille et à la forte variabilité des prix d'actifs, des taux de change, comme on l'a vu avec les flux de capitaux liés à la liquidité créée aux États-Unis vers les pays émergents (cf. graphiques 12 ci-contre et 13 *infra*).

Graphique 10
Indices boursiers
(100 en 1998 : 1)



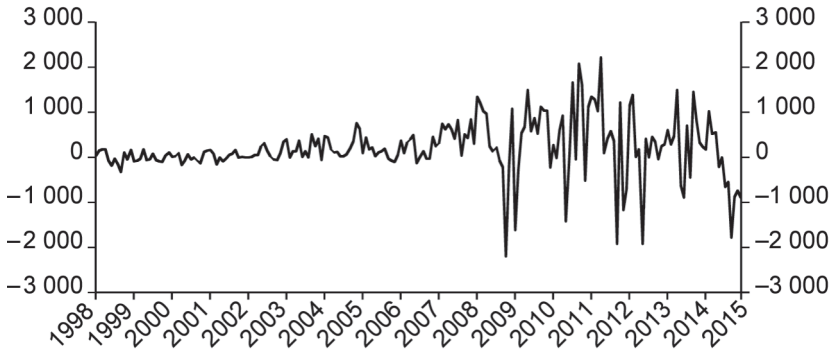
Sources : Datastream ; Natixis.

Graphique 11
Prix des maisons
(100 en 1998 : 1)



Sources : Datastream ; Case-Shiller ; Halifax ; Eurostat ; Natixis.

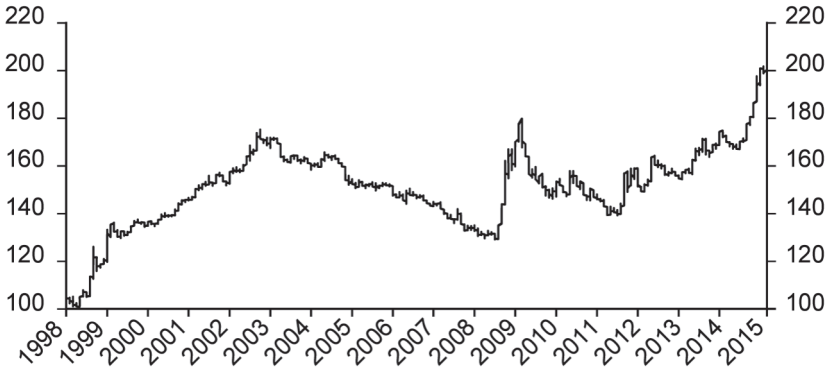
Graphique 12
Ensemble des pays émergents
(y compris Chine, hors Russie et Opep) : flux de capitaux annualisés*
(en Md\$)



* = $12 \times (\text{variation sur 1 mois des réserves de change} - \text{balance commerciale du mois})$.

Sources : Datastream ; Fonds monétaire international (FMI) ; Natixis.

Graphique 13
Ensemble des pays émergents hors Chine :
taux de change contre le dollar
(100 en 1998 : 1)



Sources : Datastream ; Natixis.

L'interaction, dans les pays de l'OCDE, entre la faiblesse structurelle de l'inflation et l'inefficacité des politiques monétaires fait donc courir un risque majeur d'instabilité et de crise financière à ces pays.