

Flash Economie

25 février 2020 - 238

Refaire la macroéconomie avec les prix des actifs à la place des prix des biens et services

Les cycles économiques des pays de l'OCDE, depuis la Seconde Guerre mondiale, sont dirigés par l'inflation des prix des biens et services : lorsque le chômage devient faible, les salaires accélèrent, l'inflation augmente, d'où la réaction des politiques monétaires, la hausse des taux d'intérêt et une récession. La récession fait disparaître l'inflation, les taux d'intérêt baissent alors et la croissance repart.

Mais aujourd'hui, on observe :

- que le taux de chômage n'a plus d'effet sur l'inflation ;
- que la croissance de l'offre de monnaie n'a plus d'effet non plus sur l'inflation, qui ne dépend donc plus ni de la situation cyclique des économies ni de la politique monétaire.

On peut en réalité remplacer l'inflation des biens et services par l'inflation des prix des actifs : la croissance économique (la baisse du chômage) et la progression de l'offre de monnaie, si elles ne font plus monter les prix des biens et services, font monter les prix des actifs (actions, immobilier).

Pour retrouver des cycles économiques liés aux prix des actifs, il ne manque aujourd'hui qu'une composante, qui est la réaction des Banques Centrales ; il faudrait qu'elles passent de l'objectif de stabilisation de l'inflation des prix des biens et services à l'objectif de stabilisation de l'inflation des prix des actifs.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

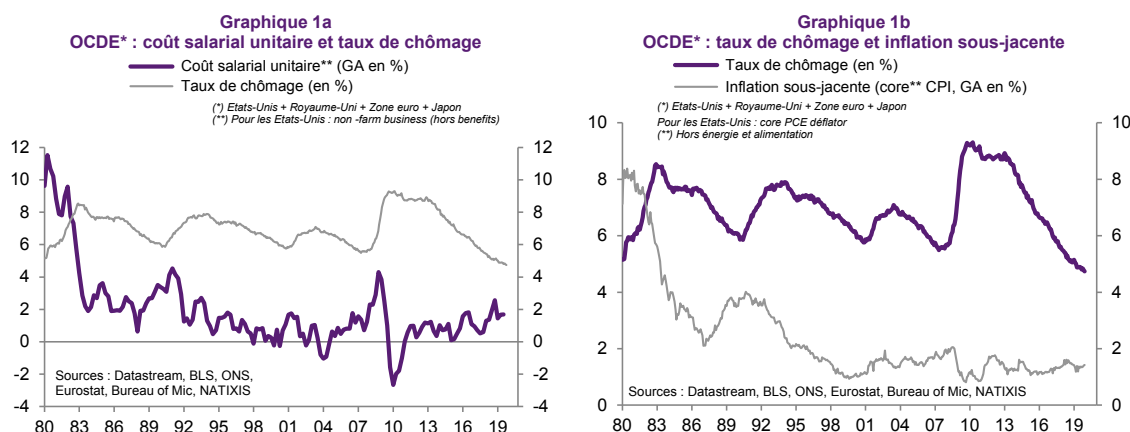
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

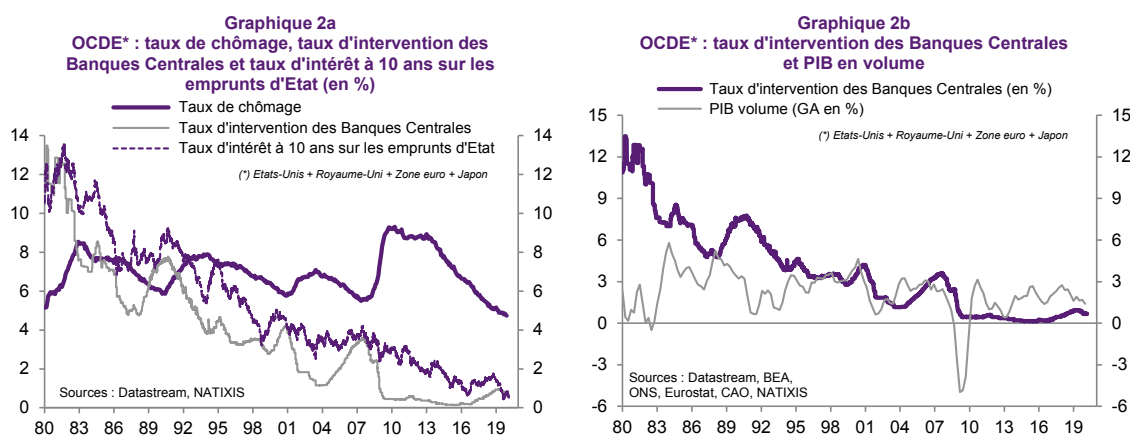
Cycles économiques des pays de l'OCDE liés à l'inflation et à la politique monétaire

Jusqu'à la période récente, les cycles économiques des pays de l'OCDE sont liés à l'inflation et à la politique monétaire.

Le **graphique 1a** montre que la **baisse du chômage** conduit à une accélération des coûts salariaux et le **graphique 1b** qu'elle conduit à une **hausse de l'inflation**. Ceci s'est produit en 1980, en 1990, en 2001, en 2008.



La hausse de l'inflation apparaît donc en fin de période d'expansion, lorsque le taux de chômage est faible. Elle conduit à la hausse des taux d'intérêt (graphique 2a), et la hausse des taux d'intérêt conduit à une récession (graphique 2b).



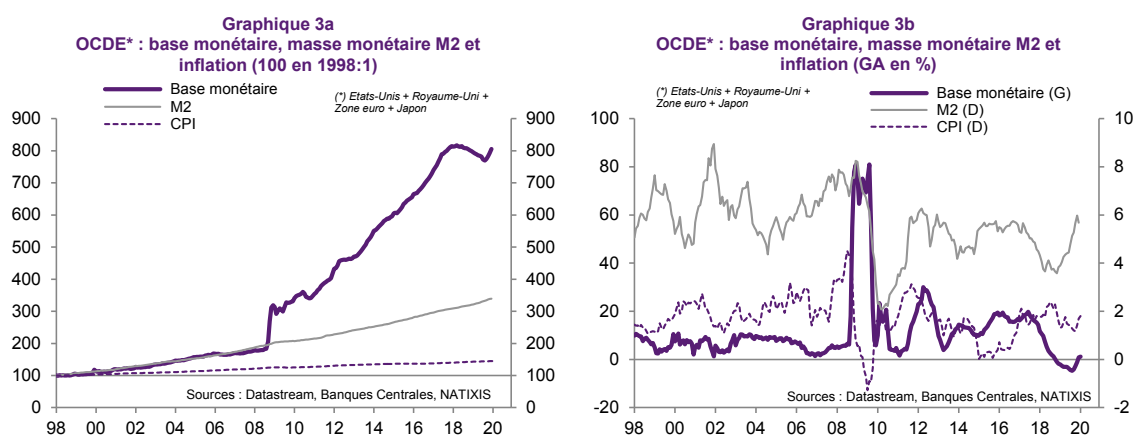
La récession fait baisser l'inflation, ce qui permet de baisser les taux d'intérêt, et de faire repartir la croissance (ceci s'est produit en 1983, 1994, 2003, 2010).

On voit donc que, jusqu'à la période récente, **les cycles économiques sont dirigés par l'inflation et la hausse des taux d'intérêt qui apparaissent quand le taux de chômage est bas**.

Mais la situation est devenue très différente aujourd'hui

On observe aujourd'hui :

- qu'un taux de chômage bas ne fait plus apparaître d'inflation (graphique 1b plus haut) ;
- et aussi que les politiques monétaires expansionnistes ne conduisent plus à une hausse de l'inflation (des prix des biens et services) ; les graphiques 3a/b montrent l'absence d'effet de la croissance rapide de la masse monétaire sur les prix des biens et services.

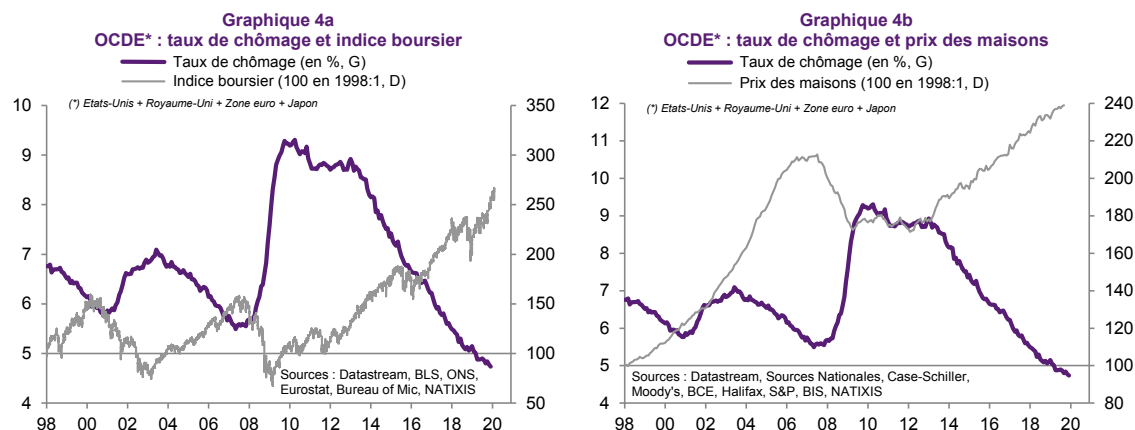


On voit donc que dans la période récente, l'inflation (des prix des biens et services) n'est plus liée au cycle économique ni à la politique monétaire.

Les cycles économiques liés à l'inflation et à la politique monétaire ne peuvent donc plus apparaître : la baisse du chômage ne fait plus apparaître d'inflation, la politique monétaire restrictive ne fait plus baisser l'inflation.

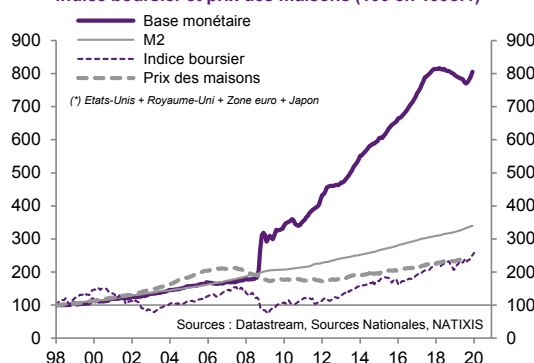
L'inflation des prix des biens et services remplacée par l'inflation des prix des actifs

Si la croissance économique (la baisse du chômage) ne conduit plus à la hausse de l'inflation des prix des biens et services, elle conduit toujours à l'inflation des prix des actifs (graphiques 4a/b).



De même, si la hausse de l'offre de monnaie n'a plus d'effet sur les prix des biens et services, elle conduit à la hausse des prix des actifs (graphique 5).

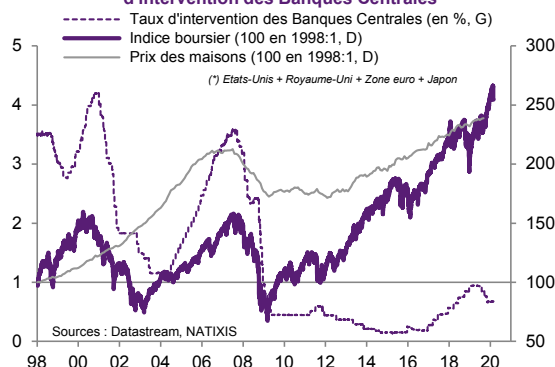
Graphique 5
OCDE* : base monétaire, masse monétaire M2, indice boursier et prix des maisons (100 en 1998:1)



On pourrait donc analyser le cycle économique en remplaçant les prix des biens et services par les prix des actifs : la croissance fait monter les prix des actifs, et une politique monétaire restrictive fait ensuite reculer les prix des actifs.

Mais ce qui manque bien sûr est la réaction de la politique monétaire aux prix des actifs. Les banques Centrales ne pratiquent pas le « Leaning Against the Wind » : elles ne modifient pas la politique monétaire pour empêcher la hausse des prix des actifs (graphique 6), comme on l'a vu de 2002 à 2008, et encore aujourd'hui.

Graphique 6
OCDE* : indice boursier, prix des maisons et taux d'intervention des Banques Centrales



Synthèse : vers un nouveau modèle de cycle ?

Dans les pays de l'OCDE, la baisse du chômage ne conduit plus à une hausse de l'inflation des prix des biens et services, mais à une hausse de l'inflation des prix des actifs ; la politique monétaire n'influence plus les prix des biens et services, mais les prix des actifs.

On pourrait donc passer à des cycles économiques liés non plus à l'interaction entre chômage, inflation des prix des biens et services et politique monétaire, mais à l'interaction entre chômage, inflation des prix des actifs et politique monétaire.

Ce qui manque, on l'a vu, est que les Banques Centrales abandonnent l'objectif d'inflation des prix des biens et services (l'inflation targeting) pour passer à un objectif de stabilité des prix des actifs.

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.