

# Croissance et inflation

L'inflation est un phénomène majeur du 20<sup>ème</sup> siècle, elle apparaît même comme une rupture brutale après un siècle de sagesse monétaire. C'est véritablement à l'occasion de la Première Guerre mondiale que l'inflation s'installe. Ainsi aux poussées inflationnistes limitées succède peu à peu une inflation galopante (période d'inflation à deux chiffres, années 70), puis rampante (situation durable et modérée de la hausse du niveau général des prix). En effet, on assiste depuis la fin des années 80 à un ralentissement de l'inflation dans le monde; de 7,4% en 1984, le taux d'inflation a diminué à 3.1% en 1991, pour se situer aujourd'hui entre 2 et 2.5 %.

La croissance est une augmentation durable du niveau de production. Un indicateur de dimension, le PIB (produit intérieur brut) est généralement utilisé pour mesurer la richesse créée par un pays. L'inflation, quant à elle, est un processus durable et général de hausse cumulative du niveau général des prix.

Si la croissance et l'inflation entretiennent des relations étroites, les économistes insistent sur le fait que l'inflation serait le reflet d'un déséquilibre économique. Afin d'étayer ou de remettre en cause cette thèse, nous préciserons dans un premier temps, que l'articulation croissance – inflation permet de déterminer les origines de l'inflation et les difficultés liées à sa mesure, puis, dans un second temps, nous présenterons les effets négatifs mais également positifs de l'inflation sur la croissance économique.

## I) La relation croissance - inflation

La relation croissance - inflation permet d'aborder les sources de l'inflation. Trois explications sont généralement avancées pour souligner l'existence de l'inflation : l'inflation par la monnaie, l'inflation par la demande et l'inflation par les coûts. Depuis quelques années, la relation croissance – inflation est largement associée au rôle des banques centrales, qui par le jeu des taux d'intérêt, sont amenées à intervenir dans la sphère économique, afin d'assurer la stabilité des prix. Ces interventions s'appuient sur une mesure de l'inflation que certains économistes n'hésitent pas à qualifier d'erronée. Les prix des actifs financiers et de l'immobilier ne seraient effectivement pas pris en compte des indices de prix.

### A. Les origines de l'inflation

L'origine de l'inflation peut être recherchée au niveau de la quantité de monnaie en circulation et des mécanismes de formation des prix. La croissance du niveau général des prix qui traduit l'inflation peut être soit tirée par un excès de la demande globale, soit poussée par les coûts qui déterminent les prix de l'offre.

Inspiration monétariste, l'inflation par la monnaie suggère que la hausse du niveau général des prix résulterait d'une émission de monnaie trop importante. Pour Milton Friedman, chef de file de l'Ecole monétariste et Prix Nobel d'Economie en 1972, « *la cause de l'inflation est partout est toujours la même : un accroissement anormalement rapide de la quantité de monnaie par rapport au volume de production* ». La justification de cette idée repose sur l'existence d'une relation économique, appelée « *Théorie Quantitative de la Monnaie* » ou *équation d'Irving Fisher*. Cette dernière s'exprime ainsi :  $M.V = P.Y$  où M représente la masse monétaire en circulation (demande de monnaie), V la vitesse de circulation de la monnaie, P le niveau général des prix et Y le volume des transactions (ou volume de production). Cette équation souligne qu'une augmentation de la quantité de monnaie provoque de façon mécanique une hausse du niveau général des prix. Elle justifie l'idée d'une dichotomie (sphère réelle - sphère monétaire) dans la théorie néoclassique. En d'autres termes, l'évolution de la masse monétaire doit être corrélée à l'évolution du volume de production. Cette équation rappelle également que la monnaie répond à une fonction essentielle, celle de moyen de transaction. Un rythme de croissance de l'économie plus élevé doit se traduire pas un accroissement de la monnaie en circulation.

Dans la théorie des marchés, le prix est déterminé par une égalisation de l'offre et la demande. Cependant dans certaines situations, la demande peut excéder l'offre : le prix tend alors automatiquement à monter. Lorsqu'un tel désajustement apparaît sur un grand nombre de marchés, un « écart inflationniste » naît, conduisant à une hausse du niveau général des prix. Dans la théorie keynésienne, l'inflation est due à un déséquilibre entre la demande globale et l'offre globale. Plus précisément, l'augmentation de la quantité de monnaie est synonyme d'inflation lorsque l'offre globale n'est pas en mesure de répondre à un surcroît de demande, on parle ainsi d'*inflation par la demande*. L'excès de la demande globale peut provenir de plusieurs facteurs : une augmentation autonome de la vitesse de circulation de la monnaie (une demande de billets plus importante) ; une hausse de la consommation ou à une acquisition de logements financés à crédit des ménages ; un accroissement de l'investissement des entreprises non autofinancé de leurs investissements ; une politique de relance économique de l'Etat fondée sur le déficit budgétaire (financé par émission de monnaie)... L'insuffisance de l'offre est quant à lui liée à l'environnement (des facteurs accidentels tels que les guerres peuvent provoquer des pénuries temporaires), à l'Etat (manque d'infrastructures, formation de la main d'œuvre insuffisante) ou aux entreprises (capacités de production insuffisantes, techniques de production trop rigides).

Edmond Malinvaud a défini dans les années 70, le concept d'*inflation contenue* à partir de ce qu'il est convenu d'appeler aujourd'hui la *théorie du déséquilibre*. Cette dernière serait caractérisée par un rationnement des agents sur les marchés du

travail, et des biens et services. Dans le cas d'un excès de demande sur les deux marchés, les quantités échangées sont les offres contraintes sur les deux marchés. Les ménages sont ainsi rationnés en biens et services (ils ne peuvent acheter toutes les quantités désirées) et les entreprises sont rationnées en travail (elles ne peuvent se procurer tout le travail désiré au salaire voulu). Il y a une pression inflationniste mais qui reste contenue du fait que les prix sont rigides à court terme. Si les prix et les salaires étaient flexibles, on devrait avoir une hausse du salaire et une hausse des prix pour réaliser l'équilibre sans rationnement. Il s'ensuivrait une inflation contenue sur les deux marchés.

Le processus de production, en amont du marché, joue également un rôle essentiel dans la formation des prix (on peut ainsi observer la diffusion d'un choc de prix dans la chaîne de production, d'amont en aval, depuis les prix à la production, biens intermédiaires jusqu'aux prix à la consommation, biens manufacturés. Des niveaux élevés de prix des différents facteurs de production peuvent accroître les coûts de production et par là même augmenter le niveau de prix des produits. *Cette inflation par les coûts* peut avoir plusieurs origines. Il peut s'agir d'une hausse du coût du facteur travail (la pression des syndicats peut entraîner une augmentation des salaires, les charges patronales peuvent être importantes). Il peut s'agir aussi d'une hausse du prix du facteur capital, le coût du capital est déterminé par le rythme des amortissements des investissements, il dépend des vagues de progrès technique et des interventions de l'Etat. Il peut s'agir encore d'une hausse du prix des matières premières (ceci est lié au degré de dépendance des activités et des économies, exemple du pétrole). Un coût élevé des interventions publiques (l'Etat influence les coûts par le biais de la fiscalité ou de sa politique tarifaire) peut générer une hausse de l'inflation. Enfin, l'inflation importée désigne l'augmentation du niveau général des prix consécutive à une augmentation du coût des produits importés. En France, suite à la flambée des prix du pétrole, l'indice des prix à la production, biens intermédiaires, a accéléré de -0.5% en glissement annuel en août 2004 à 4% en septembre 2005.

Nombreuses et variées, ces sources d'inflation par les coûts se combinent et s'entretiennent pour donner naissance à ce que l'on appelle « *des spirales inflationnistes* ». La plus connue est la *boucle salaires-prix*. Lorsque la hausse des coûts du travail est supérieure aux gains de productivité, on assiste à une hausse des coûts de revient, donc à une élévation des prix de vente des entreprises, une baisse du pouvoir d'achat des salariés, et une pression à la hausse des salaires.

## **B. L'inflation, une mesure controversée**

La mesure traditionnelle de l'inflation prend en compte l'évolution des prix des biens et services. Or, de plus en plus d'économistes (Charles Goodhart, ancien membre du Comité de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre ; Ian Morris, économiste de la HSBC) avancent certains arguments pour y inclure également le prix des actifs. Si les prix des biens et des services évoluent en parallèle avec les prix des actifs financiers et immobiliers, il importe peu que ces derniers ne soient pas pris en compte dans cet indice. En revanche, si les prix des actifs augmentent à des rythmes différents (comme c'est le cas actuellement, aux Etats-Unis, les prix de l'immobilier ont progressé à un rythme de 13% sur les trois premiers trimestres de 2004), un indice des prix étroit pourrait aiguiller les autorités monétaires sur une mauvaise voie.

L'idée que les banques centrales devraient suivre l'évolution des prix des actifs ne date pas d'aujourd'hui. Dans son ouvrage « *Le pouvoir d'achat de la monnaie* », Irving Fisher (1911) faisait valoir que les responsables de la politique monétaire devaient arrêter un indice des prix basé sur un large panier de biens et de services qui comprendrait également les valeurs financières et les biens immobiliers. Les banques centrales ont pris en compte les prix de ces avoirs en évaluant leurs incidences sur la richesse et, par là même, sur la demande et l'inflation futures. Cependant, l'idée d'établir un indice des prix sur la base d'un large panier de biens et de services va au-delà de la prise en compte de ces effets. La hausse du prix des actifs (financiers et immobiliers) se traduit dans ses aspects les plus visibles par une hausse irrationnelle, suivie d'un effondrement du marché des valeurs ou du marché immobilier. Les variations de grande ampleur des prix des actifs peuvent également entraîner une mauvaise allocation des ressources et ralentir la croissance économique, de la même manière que les taux d'inflation élevés des indices généraux de prix. Ainsi, la flambée des prix de l'immobilier pourrait inciter les ménages à faire des emprunts massifs et à réduire leur épargne, drainant de la sorte des ressources surabondantes sur le marché immobilier au détriment d'autres formes d'investissements.

Par ailleurs, si l'inflation est définie comme l'évolution de la valeur de la monnaie, l'indice des prix à la consommation est alors insuffisant car il mesure seulement les prix des biens et des services consommés sur la période actuelle. Or, Alchian et Klein (1973) ont avancé l'idée que les individus s'intéressent à l'évolution non seulement des prix des biens et services qu'ils consomment sur le moment présent mais également aux prix de ce qu'ils consommeront dans le futur. Etant donné que ces actifs constituent un droit sur des biens et des services futurs, leurs coûts représentent indirectement les prix de ces biens et services qui seront consommés dans le futur. Lorsque l'on achète une maison, c'est-à-dire que l'on acquiert un droit à des services futurs de logement, à un prix plus élevé qu'il ne l'était il y a un an, cette variation de prix devrait être prise en compte dans l'inflation puisqu'elle réduit le pouvoir d'achat de la monnaie.

## **II. Les conséquences de l'inflation sur la croissance économique**

Si la théorie économique et les institutions chargées de veiller à la bonne marche des affaires soulignent qu'une maîtrise de l'inflation est un préalable pour assurer un certain niveau de croissance économique, il convient de souligner que l'inflation a des effets aussi bien néfastes que bénéfiques sur l'activité économique.

## A. Les effets néfastes de l'inflation

Une inflation peut conduire lorsqu'elle est forte, à un ralentissement de la croissance économique, du produit global, et à une détérioration de l'emploi. L'inflation chronique entraîne de nombreux effets néfastes :

Elle perturbe la *répartition macroéconomique des revenus*. Tous les agents économiques ne peuvent pas faire évoluer leurs revenus à la même vitesse que l'inflation. Celle-ci est favorable aux emprunteurs et aux titulaires de revenus flexibles (illustration des pays en développement qui se sont fortement endettés durant les années 70), mais elle pénalise les épargnants, les créanciers et les titulaires de revenus indexables. L'équilibre macroéconomique, c'est-à-dire l'égalité entre l'épargne et l'investissement, se trouve ainsi remis en cause. L'inflation agit directement sur le taux d'intérêt réel (charges d'intérêt réellement payées par les emprunteurs), ce dernier correspondant à la différence entre le taux d'intérêt nominal (taux défini par la Banque Centrale, puis répercuté sur les banques commerciales du second rang) et le taux d'inflation. Une hausse de l'inflation réduit le taux d'intérêt réel (donc les charges d'intérêt des emprunteurs) mais conduit les banques à relever leurs taux d'intérêt nominaux (période des années 80 et 90), donc à pénaliser l'investissement. Par la même occasion, l'inflation traduit une hausse du niveau général prix. Lorsqu'elle inclut les prix des actifs financiers et immobiliers, elle peut être le reflet d'un *effet richesse*. Lorsque l'épargne (qui est un flux) est cumulée sur plusieurs années, elle vient augmenter la valeur du patrimoine (qui est un stock). Les agents économiques qui constatent une élévation de la valeur de leur patrimoine peuvent être amenés à réduire leur épargne (c'est le cas des ménages américains qui ont intégré les hausses des actifs financiers, c'est-à-dire des placements financiers, dans la détermination de leurs revenus). Nouveau phénomène déstabilisant l'équilibre macroéconomique.

Une inflation nationale plus forte qu'à l'étranger, *réduit l'attractivité de l'économie et la compétitivité des entreprises nationales*. Elle conduit à procéder à des réajustements monétaires. Dans le cas européen, le système de taux de change fixe ne permet plus d'utiliser la dévaluation comme une arme de compétitivité. La gestion de l'Euro et la politique monétaire sont désormais confiées à la Banque Centrale Européenne, qui par la variation des taux d'intérêt, peut intervenir pour stabiliser les prix. Toutefois, les différentiels de prix à l'intérieur de la zone euro pénalisent les pays qui font le plus d'effort en matière d'inflation (France, Allemagne) au profit de ceux qui en font le moins (Irlande). Dans la sphère mondiale, le système de taux de change flottants (dollar, euro, yen) enregistre le différentiel d'inflation entre les différentes zones économiques et peut conduire à des différentiels d'attractivité et de compétitivité.

L'inflation contribue également à *rendre l'avenir plus incertain*. En rendant incertaine l'évolution des valeurs nominales des revenus et des prix, l'inflation complique les prévisions économiques et rend la croissance économique plus chaotique. Des taux d'inflation élevés faussent le pilotage des économies en brouillant les signaux donnés par les indices de prix relatifs, c'est-à-dire par le marché. Les agents économiques sont dès lors incapables d'anticiper les mouvements de prix.

L'inflation rend *la croissance économique déséquilibrée* et provoque **la stagflation**, situation où coexistent à la fois l'inflation et le chômage. Cette dernière idée a remis en cause une relation définie par W. Phillips dans les années 50, en l'occurrence la relation négative entre l'inflation et le chômage (une baisse du chômage ne pouvait être réalisée sans générer une hausse de l'inflation). Dans les années 70, cette relation a disparu avec les chocs pétroliers puisque l'on connut alors une période de hausse de l'inflation, et de façon concomitante du taux de chômage. La hausse des coûts de production non salariaux a en effet contraint les entreprises à augmenter leurs prix à salaire donné. Dans le même temps, les anticipations des agents se sont modifiées suite à un changement de régime d'inflation qui devient positif alors qu'il était quasi-nul. Cette persistance de l'inflation, anticipée par les agents, aurait changé la nature des relations entre inflation et chômage (courbe de Phillips modifiée). L'une des leçons des années 70 est que la relation entre chômage et inflation se modifie au cours du temps (en fonction des anticipations des agents et de la persistance de l'inflation) et qu'il est donc difficile de la mettre en valeur.

Enfin, dans le cas d'une inflation importée due à un choc pétrolier (augmentation des prix du pétrole), les mécanismes classiques tendent à dissocier les effets de court terme de ceux de long terme. A court terme, la perte du pouvoir d'achat des ménages (consécutif à cette hausse : augmentation du prix de l'essence, du prix du chauffage...) les conduit à ajuster à la baisse leur volume de consommation. Il convient cependant de distinguer les effets directs des effets indirects. L'effet direct sur les prix à la consommation reflète le poids de celui-ci dans le panier de consommation moyen (en France, l'effet mécanique sur les prix à la consommation d'une hausse du prix du pétrole de 10 € est de 0.4 pt). Les effets indirects proviennent des tentatives, des entreprises et des salariés, de compenser la perte de revenus et de pouvoir d'achat entraînée par le choc pétrolier par des hausses de prix de vente et des augmentations de salaires. A long terme, la hausse du prix du pétrole diminue la rentabilité des secteurs énergivores provoquant une modification de la structure productive (modes de fabrication plus économes, réallocations de capital productif, transferts d'emplois entre secteurs). Des études récentes (Carnot, Hagège, 2004) ont cependant révélé que les économies développées étaient de moins en moins sensibles aux chocs pétroliers en raison de la baisse du degré d'utilisation du pétrole et d'un environnement d'inflation plus stable. Un résultat qui contraste avec celui concernant les pays en développement. Selon une étude du FMI (2005), une hausse durable de 10 \$ du baril de pétrole réduirait en moyenne le taux de croissance des pays importateurs nets de pétrole, de plus de 1.5 pt en une année.

## B. Les effets bénéfiques de l'inflation

Caractérisée par une augmentation des revenus nominaux distribués, l'inflation favorise la croissance pour plusieurs raisons principales :

Elle contribue à alléger les dettes des agents économiques. L'inflation diminue le coût réel de l'endettement en fonction de la différence entre le niveau des taux d'intérêt nominaux et le niveau général des prix (relation évoquée précédemment). Ainsi les ménages et les entreprises ont longtemps bénéficié de taux d'intérêt réels faibles, voire négatifs. Ce qui a pu les amener à recourir davantage aux crédits à la consommation (ménages) et à l'investissement (entreprises, ménages) pour financer leurs achats.

Elle améliore la rentabilité financière des entreprises. En période d'inflation, les entreprises sont d'autant plus incitées à recourir au financement externe que leurs taux de profit internes sont supérieurs au taux d'intérêt des capitaux empruntés. Une telle situation élève la rentabilité de leurs fonds propres (effet de levier). Elles peuvent ainsi lever des fonds bancaires (emprunt) et les utiliser pour aller sur les marchés financiers. Les entreprises se trouvent stimulées par les perspectives de gains et incitées à investir.

L'inflation, moteur de l'investissement, peut induire une croissance de la production et de l'emploi. Même si la courbe de Phillips est contestée par certaines études empiriques, elle tend à souligner qu'un haut niveau d'emploi apparaît compatible avec un taux d'inflation élevé (relation inverse entre l'inflation et le chômage).

Enfin, la thèse d'un taux d'inflation faible peut être remise en cause notamment si l'on considère les conséquences néfastes pour l'économie d'une déflation. A la fin des années 90, le Japon présente en effet une situation où le taux de croissance économique et l'évolution du niveau général des prix étaient proches de 0%. Cette situation relance la question du taux d'inflation « efficient » pour une économie. Ainsi une hausse du niveau général des prix n'est pas automatiquement le reflet d'une économie en surchauffe, elle peut au contraire caractériser la bonne santé d'une économie (la croissance économique doit se traduire par une hausse des prix). Le Pacte de Stabilité et de Croissance retenu par l'UEM table ainsi sur une croissance de 2% (IPCH) des prix. Un objectif de stabilité des prix qui serait, selon les autorités concernées, compatible avec un niveau de croissance durable.

## Conclusion

La relation entre la croissance et l'inflation souligne que les origines de l'inflation proviennent de trois sources : une inflation par la monnaie, une inflation par la demande et une inflation par les coûts. Depuis maintenant plusieurs années, les principales banques centrales internationales ont eu pour principal objectif d'assurer la stabilité des prix. Si l'on en croît les indices actuels des prix à la consommation, celles-ci sont parvenues à juguler l'inflation. Toutefois, lorsque les premières cibles d'inflation ont été fixées (Nouvelle Zélande, 1989), le but essentiel n'était pas d'obtenir une mesure exacte de l'inflation. Il s'agissait de faire baisser les taux d'inflation élevés en donnant un point d'ancrage aux anticipations. L'évolution des prix des actifs financiers et immobiliers relance donc le débat de la mesure « pertinente et réaliste » du niveau général des prix. Concernant les conséquences de l'inflation sur la croissance économique, les économistes insistent davantage sur les inconvénients (perturbation de l'équilibre et de la répartition macroéconomique, problème d'efficacité des politiques macroéconomiques,...) que sur les avantages (effet richesse, moteur de l'investissement, amélioration de la rentabilité des entreprises...). Depuis les années 2000, deux phénomènes tendent à retenir l'attention des économistes. La conséquence de la montée des prix du pétrole (différents scénarii sur le prix du Brent à 50 \$ et 80 \$ sont évoqués) en matière de taux de change (appréciation et dépréciation des monnaies selon les pays concernés). La capacité des banques centrales a publié des indices de prix plus larges intégrant les prix des actifs aux côtés des éléments existants. Elles pourraient de la sorte expliquer plus facilement pourquoi elles doivent parfois augmenter les taux d'intérêt quand l'inflation, mesurée de manière traditionnelle, est faible.

## POUR EN SAVOIR PLUS

Bau O., Sobczack N. (2001), « Prévoir l'inflation en France », INSEE, *Note de conjoncture*, juin.

Beaudu A. (2005), « les déterminants de l'inflation en France », *Problèmes économiques* n° 2871, 16 mars, pp. 33-39.

Carnot N., Hagège C. (2005), « Les effets économiques du prix du pétrole sur les pays de l'OCDE », *Problèmes économiques*, n° 2889, 21 décembre, pp. 11 – 16.

Friedman M. (1983), *Prix et théorie économique*, Economica.

The Economist (2005), « *Steering by a faulty compass : Are central banks watching the wrong measure of inflation ?* », 25 février. Article traduit par R-E Labatut (2005), « La mesure de l'inflation reste controversée », *Problèmes économiques*, n° 2879, pp. 43-44.

Flash-Eco (2004), « Inflation financière : l'heure des choix », *Crédit Agricole*, 14 mai. Repris dans *Problèmes économiques* n° 2856, pp. 26-30.

*Problèmes économiques* (2002), « La relation mystérieuse entre inflation et chômage », pp. 7-14, texte tiré de *The Economic Journal*, 2001, vol 111, n° 471.