

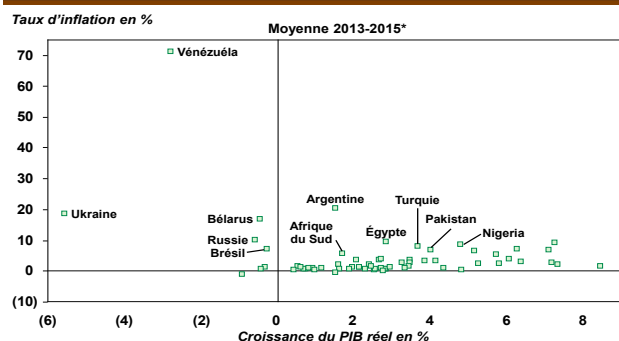
Quand faible croissance économique rime avec inflation élevée Des cas d'exception qui font réfléchir

Au cours des dernières années, il a souvent été question des risques de déflation dans plusieurs pays, dont aux États-Unis et en zone euro. La baisse des prix des matières premières a certes contribué à cette situation, mais le problème de fond dans ces pays a surtout été la difficulté à accélérer suffisamment la croissance économique. Normalement, une croissance économique soutenue avec un taux de chômage faible concordera avec un taux d'inflation plus élevé. Il n'en demeure pas moins qu'on peut actuellement trouver dans le monde des pays où l'inflation est élevée malgré le fait que leur croissance économique soit faible. *Ce Point de vue économique* présente et analyse certains de ces cas d'exception qui permettent de revisiter différents mécanismes générateurs d'inflation. Cela amène à se questionner sur la possibilité que ces mécanismes puissent éventuellement augmenter l'inflation dans les pays avancés, ou inspirer de nouveaux outils de politique monétaire comme la création monétaire directe (hélicoptère à argent).

LES CAS D'EXCEPTION

La plupart des pays ont affiché un faible taux d'inflation au cours des dernières années. Ceux affichant un taux d'inflation plus élevé avaient généralement une croissance économique plus rapide, ce qui est en accord avec la loi de l'offre et de la demande. Si la demande progresse plus rapidement que les capacités de production, alors les prix s'ajustent à la hausse. Néanmoins, cette règle ne se vérifie pas pour tous les pays (graphique 1). Entre 2013 et 2015, un

Graphique 1 – Relation entre croissance économique et inflation dans les principaux pays avancés, émergents et en développement

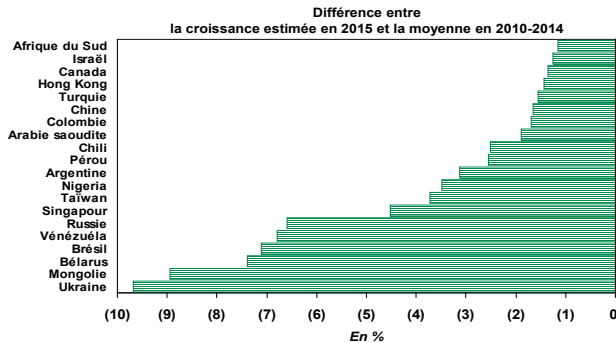


* Les points dans le graphique représentent les combinaisons de croissance économique et d'inflation pour chacun des principaux pays avancés, émergents et en développement. Seul le nom des pays les plus pertinents pour l'analyse a été ajouté au graphique. Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

cas particulièrement exceptionnel a été celui du Vénézuéla où une décroissance moyenne du PIB d'environ 3 % par année a concorde avec une augmentation annuelle moyenne des prix de plus de 70 %. D'autres pays comme l'Ukraine, le Bélarus, la Russie et le Brésil ont également affiché un taux d'inflation élevé malgré la décroissance économique. Enfin, on peut identifier un autre groupe de cas particuliers où la progression de l'économie a été positive, mais faible, et où l'inflation a été plus élevée que dans les autres pays en croissance. Ce groupe inclut notamment l'Argentine, l'Afrique du Sud, l'Égypte et la Turquie.

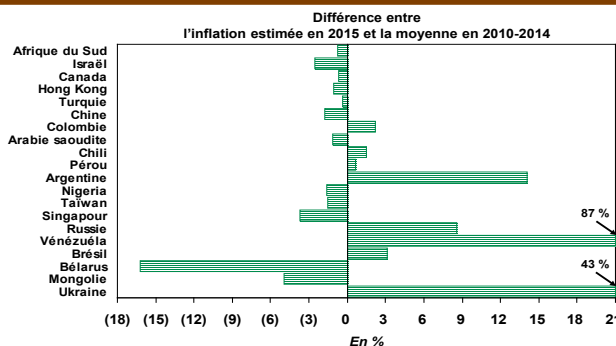
Même si l'inflation apparaît anormalement élevée dans certains pays, il est possible qu'elle affiche tout de même une tendance baissière en réponse à une réduction de la croissance économique. Pour plusieurs pays, l'activité économique a ralenti en 2015 par rapport à la moyenne des années précédentes (graphique 2 à la page 2), et l'on pourrait s'attendre à ce que l'inflation ait évolué dans le même sens. Or, dans certains pays, on peut voir que l'inflation s'est plutôt accélérée (graphique 3 à la page 2). Cela a clairement été le cas pour le Vénézuéla, l'Ukraine, l'Argentine et la Russie. Dans une moindre mesure, le phénomène a aussi été observé pour le Brésil, le Chili, la Colombie et le Pérou.

Graphique 2 – Forte baisse du rythme de croissance économique dans plusieurs pays en 2015



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Plusieurs pays en décroissance ont aussi vu leur taux d'inflation s'accroître...



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

UNE ANOMALIE CONCENTRÉE DANS LES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT

Sur la période analysée, les cas où l'inflation apparaît trop élevée par rapport à l'activité économique ont tous été répertoriés parmi les pays émergents et en développement. Cela ne signifie pas que les pays avancés sont à l'abri d'un tel phénomène, mais, tout de même, les probabilités que cela se produise semblent nettement plus faibles.

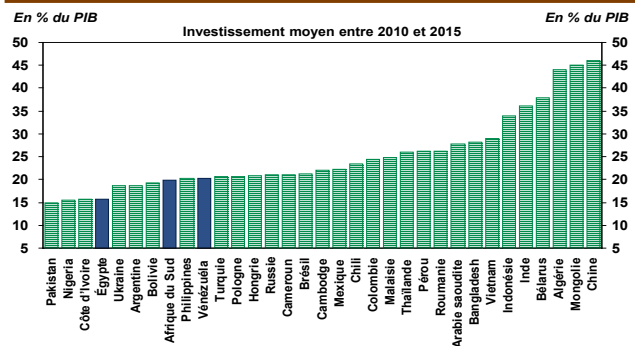
Une partie de l'explication peut résider dans le fait que la plupart des pays avancés ont adopté une politique monétaire ciblant un taux d'inflation faible depuis de nombreuses années. La crédibilité acquise avec ce type de politique monétaire peut leur donner un avantage par rapport aux pays émergents et en développement, notamment en ancrant les anticipations d'inflation des agents économiques à un niveau bas. Or, les anticipations d'inflation ont une grande influence sur la variation des prix, et ce, indépendamment du rythme de croissance de l'économie. Des anticipations plus élevées et plus instables peuvent donc donner l'illusion que la relation entre l'inflation et la croissance économique ne fonctionne pas dans certains cas.

DÉSÉQUILIBRE STRUCTUREL PERMANENT ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE

Des origines plus fondamentales peuvent toutefois être trouvées à l'inflation anormalement élevée dans certains pays. Celle-ci peut découler d'un déséquilibre structurel dans l'évolution à long terme de l'offre et de la demande. En quelque sorte, l'expansion de l'offre pourrait ne jamais suffire à suivre le rythme de la demande, ce qui cadrerait avec une inflation durablement forte indépendamment du rythme de croissance économique.

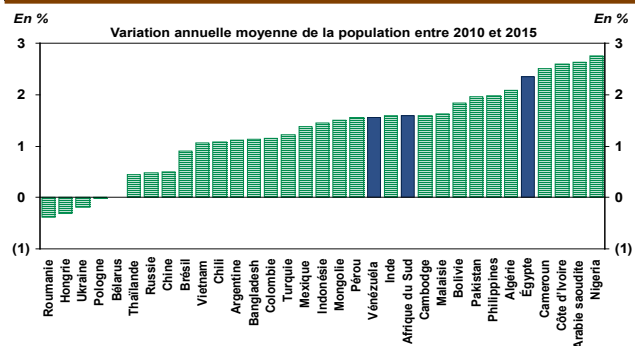
Une façon de déceler un tel déséquilibre est d'analyser l'évolution de variables caractéristiques de l'offre et de la demande à long terme. À cet égard, l'investissement peut constituer un bon indicateur de la croissance de l'offre, tandis que la démographie peut être révélatrice de la progression de la demande. En analysant ces deux variables pour les principaux pays émergents et en développement, l'Égypte apparaît comme un bel exemple de pays à inflation élevée où l'investissement a été plus faible que la moyenne au cours des dernières années et où la croissance de la population a été plus rapide (graphiques 4 et 5). Dans une moindre mesure, la même chose est observée pour le Vénézuéla et l'Afrique du Sud.

Graphique 4 – Taux d'investissement dans les principaux pays émergents et en développement



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Croissance démographique dans les principaux pays émergents et en développement



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

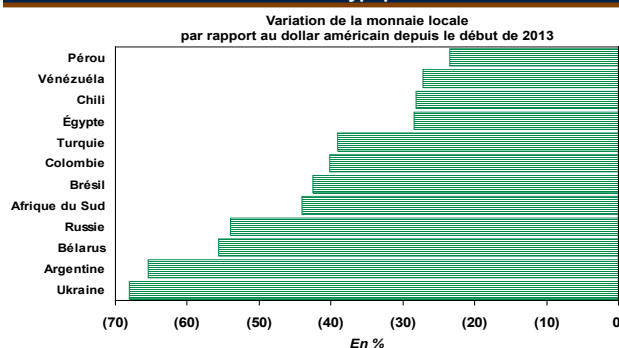
Les cas extrêmes sont toutefois le Nigeria, le Pakistan et la Côte d'Ivoire. Les taux d'investissement dans ces pays figurent parmi les plus faibles et, en même temps, leur croissance démographique se situe parmi les plus rapides. L'inflation est également élevée au Nigeria et au Pakistan (graphique 1 à la page 1), mais contrairement aux autres cas d'exception précédemment identifiés, ces pays ont affiché une croissance économique plus soutenue.

LES MOUVEMENTS DE TAUX DE CHANGE

Le marché des devises a été très volatil au cours des dernières années et cela pourrait constituer une autre explication à l'évolution atypique de l'inflation dans certains pays. Parallèlement à une dépréciation du taux de change, les prix des produits importés augmentent, ce qui se traduit par une accélération de l'inflation. Les prix des produits locaux peuvent aussi être haussés après une dépréciation de change si les producteurs ont la possibilité de les vendre plus cher à l'étranger. Ce ne sont toutefois pas tous les prix qui augmentent et certains réagissent plus que d'autres. Par exemple, les prix des produits alimentaires ont tendance à s'ajuster plus rapidement et avec beaucoup d'amplitude. Or, l'alimentation occupe un poids généralement plus élevé dans le panier de consommation des habitants des pays émergents et en développement, ce qui tend à accroître la transmission des mouvements de change à l'inflation dans ces pays.

Depuis le début de 2013, tous les pays où une inflation anormalement élevée a été identifiée ont aussi enregistré une forte dépréciation de leur monnaie, ce qui suggère que ce mécanisme a considérablement contribué au phénomène (graphique 6). La dépréciation dépasse même 50 % dans le cas de la Russie et du Bélarus, et 60 % dans le cas de l'Argentine et de l'Ukraine. Ces quatre pays figuraient parmi les cas les plus atypiques au niveau de la relation entre l'inflation et la croissance économique entre 2013 et 2015. Étrangement, le cas le plus extrême, le Venezuela, a affiché une dépréciation de change beaucoup plus modeste.

Graphique 6 – Dépréciation de change dans les pays à inflation atypique



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

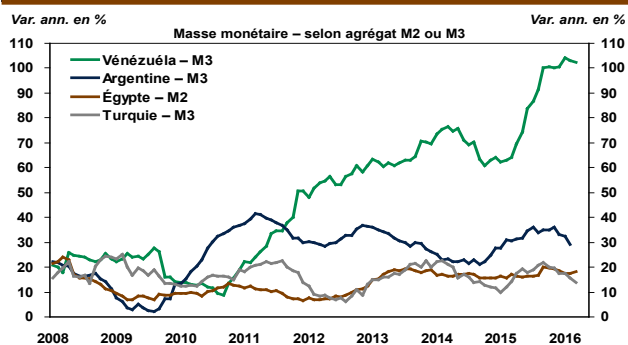
LA CRÉATION MONÉTAIRE

Cela nous amène à un dernier mécanisme pouvant générer une inflation anormalement élevée : la création monétaire. Ce mécanisme fait allusion à la capacité des autorités monétaires à accroître la quantité de monnaie dans l'économie. Cela peut se faire par l'entremise d'une politique monétaire trop accommodante, mais cela sera généralement accompagné par une croissance économique plus soutenue. La création monétaire se fait alors par l'entremise d'une augmentation du crédit. Une façon plus directe pour une banque centrale d'accroître la quantité de monnaie est d'envoyer des fonds au gouvernement pour l'aider à financer ses dépenses.

Pour comprendre comment la création de monnaie agit sur l'inflation, on peut imaginer une situation où les ressources financières de tous étaient doublées du jour au lendemain. Cela se traduirait par une hausse fulgurante de la demande, mais comme la quantité de biens et de services produits changerait peu, les prix s'ajusteraient rapidement à la hausse. Plus précisément, la théorie économique de base, qui défend la neutralité de la monnaie, indique que les prix doubleraient si aucune hausse de la production n'était observée. Cela signifie aussi que le niveau d'activité économique resterait inchangé.

Le Venezuela est un bel exemple de pays où la création monétaire a généré beaucoup d'inflation. En 2015, la croissance annuelle de la quantité de monnaie dans cette économie a atteint 100 % (graphique 7), ce qui s'apparente au taux d'inflation. Il est par ailleurs reconnu que l'essentiel de cette avalanche de monnaie est causé par le financement direct du déficit public par la banque centrale du pays.

Graphique 7 – La croissance de la masse monétaire a été particulièrement rapide au Venezuela



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Parmi les autres pays analysés, l'Argentine arrive deuxième sur le plan de la création monétaire, mais est tout de même loin derrière le Venezuela. La masse monétaire a crû de 30 % l'an dernier dans ce pays, ce qui concorde avec le taux d'inflation. Une croissance monétaire plus élevée que la

normale a aussi été notée pour l'Égypte et la Turquie. Les taux de croissance monétaire ont avoisiné 20 % pour ces économies, mais l'inflation s'est avérée nettement plus faible que ce nombre. La production pourrait s'être suffisamment ajustée pour limiter l'effet de l'expansion monétaire sur les prix. Ces deux pays ont d'ailleurs enregistré une croissance économique un peu plus forte que celles des autres cas analysés. Il est également possible que la mesure utilisée pour suivre la progression de la monnaie inclut des actifs financiers qui ne sont pas nécessairement disponibles pour acheter des biens et services, et donc qui ne reflètent pas parfaitement l'effet que cela peut avoir sur l'inflation. Il existe en effet plusieurs définitions de la monnaie, ce qu'on appelle les agrégats monétaires (M0, M1, M2, M3). Certains n'incluent que les actifs les plus liquides (argent comptant et/ou dépôts à vue), tandis que d'autres vont aussi incorporer des dépôts à terme et d'autres formes de placement moins liquides.

QUELLES LEÇONS TIRER DE CES CAS D'EXCEPTION?

Dans un contexte où très peu de gens semblent s'inquiéter d'un rebond de l'inflation, la présence de plusieurs pays où une progression rapide des prix est observée en dépit d'une croissance économique faible, voire négative, nous incite à une réflexion plus globale sur les mécanismes générateurs d'inflation. Celle-ci pourrait ne pas dépendre uniquement de l'évolution de l'activité économique et des prix du pétrole.

A priori, on pourrait penser que les pays avancés courent très peu de risque de voir l'inflation s'élever comme cela s'est produit dans plusieurs pays émergents et en développement. La gestion plus rigoureuse des politiques monétaires et un meilleur ancrage des anticipations inflationnistes leur confèrent certainement un avantage. Même les mouvements de taux de change pourraient avoir un effet limité sur les pays avancés alors qu'ils ont eu une influence importante sur les taux d'inflation dans d'autres pays au cours des dernières années. L'avantage pour les pays avancés réside vraisemblablement dans la composition du panier de consommation. Cela peut aussi être renforcé par un meilleur ancrage des anticipations d'inflation et une meilleure gestion de la politique monétaire. Dans un *Point de vue économique*¹ publié en mars, la transmission d'un mouvement de taux de change sur l'inflation a été estimée à environ 7 % pour le Canada.

Il importe aussi d'avoir une vision de long terme sur les fondements de l'inflation. À cet égard, un éventuel déséquilibre qui persisterait entre l'offre et la demande pourrait être la source d'une inflation durablement plus élevée. Pour les pays avancés, la menace ne viendrait probablement pas d'une hausse trop rapide de la population, mais plutôt d'un manque d'investissement. Dans un autre ordre d'idées, le vieillissement de la population qui touche principalement les pays avancés pourrait causer des surprises si une proportion de moins en moins élevée de gens sont disposés à travailler (habituellement la population âgée de 15 à 65 ans). Cela pourrait sérieusement limiter la capacité d'augmenter la production alors que la population totale, même âgée, continuerait d'avoir des besoins importants.

Finalement, le cas du Vénézuéla montre qu'une banque centrale trop interventionniste et qui laisse augmenter trop rapidement la masse monétaire peut générer une inflation très élevée. La discipline habituellement affichée par les banques centrales des pays avancés réduit grandement ce risque. Des doutes peuvent tout de même être soulevés en raison de l'ampleur des mesures d'assouplissement qui ont jusqu'à présent été décrétées. Ces mesures pourraient éventuellement se traduire par une forte inflation, surtout si les banques centrales tardaient à les retirer lorsque la conjoncture économique s'annoncerait favorable.

Le fait qu'en pratique les banques centrales puissent facilement générer beaucoup d'inflation devrait au moins apaiser les craintes de déflation. De plus en plus d'analystes suggèrent d'ailleurs que la création monétaire directe pourrait devenir la prochaine arme des banques centrales qui peinent à accélérer la progression des prix avec les outils dont elles disposent actuellement. Le Japon, qui essaie de se relever de la déflation depuis les années 1990, apparaît comme l'un des candidats potentiels. L'utilisation de cet outil par une banque centrale pourrait, entre autres, se concrétiser en finançant directement le gouvernement ou en distribuant de l'argent aux consommateurs, d'où l'image souvent évoquée d'un hélicoptère jetant des billets de banque. Cela dit, la réflexion doit se poursuivre, notamment sur le dosage qui permettrait de relever que très légèrement l'inflation.

Hendrix Vachon
Économiste senior

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « L'inflation pourrait-elle s'accélérer fortement en raison de la faiblesse du dollar canadien? », 7 mars 2016, www.desjardins.com/ressources/pdf/pv160307-f.pdf?resVer=1457371145000.