

SÉLECTION

# Plaidoyer pour une inflation de production



SÉBASTIEN GROYER, PHILOSOPHE

## «L'illusion monétaire de l'inflation n'en n'est pas vraiment une dans le cas de l'inflation de production»

Le krach de la dette publique approche. Il exposera au grand jour les errements de l'économie, en théorie comme en pratique, selon Sébastien Groyer. Qui pointe du doigt la surépargne qui gangrène l'économie mondiale par l'endettement qu'elle implique. Et de poser la question: «Pourra-t-elle être enfin corrigée, au profit d'un système plus équilibré où les gains de productivité seraient réellement répartis afin de nourrir la demande et la croissance?» Sébastien Groyer n'en doute pas. Et constate l'émergence d'une nouvelle économie de marché, dans un retour au libéralisme des Lumières où le concept de pouvoir est central.

Depuis longtemps, les économistes orthodoxes considèrent l'inflation négativement, et s'accordent pour la combattre vigoureusement. Le seul moment économique où elle devient acceptable est en période de crise économique, où elle est perçue comme un moindre mal que la baisse de la production (quoique certains économistes extrémistes ne l'acceptent même pas). Habituellement, le choix est donc de lutter vigoureusement contre l'inflation, avec des hausses de taux d'intérêt directeurs dans le but de la contenir. Les économistes semblent donc travailler de façon consciente avec deux référentiels distincts, le premier où le 'bon' est la croissance de la production, le 'mauvais' la baisse de la production, et le deuxième où le 'bon' est la maîtrise des prix, le 'mauvais' l'inflation. La préférence donnée à l'un ou l'autre référentiel explique presque tous les choix économiques majeurs des banques centrales. Étrangement, l'un et l'autre ont été théoriquement reliés, selon le credo suivant: «croissance optimale de la production à long terme et stabilité des prix vont de pair».

Comme les paragraphes ci-dessus ont pu le laisser transparaître, l'inflation de production ne semble pas être si néfaste, au contraire. Son

bénéfice majeur est le rééquilibrage entre épargne et consommation, si tant est que l'outil monétaire puisse être contrôlé pour éviter un violent dérapage de la masse monétaire, créateur d'inflation monétaire à long terme. L'inflation de production est donc intéressante car elle permet de mettre fin à la surépargne. Les mécanismes en jeu méritent cependant un éclaircissement. Lorsque des tensions se font jour au niveau de la production, les prix augmen-

**LE BÉNÉFICE MAJEUR DE L'INFLATION DE PRODUCTION EST LE RÉÉQUILIBRAGE ENTRE ÉPARGNE ET CONSOMMATION. SI TANT EST QUE L'OUTIL MONÉTAIRE PUISSE ÊTRE CONTRÔLÉ.**

tent, entraînant avec eux les investissements et la consommation. A ce moment, deux processus se déclenchent, voire se complètent selon la capacité de maintien de la masse monétaire par les banques centrales<sup>45</sup>. Le premier processus est monétaire et débute par le fait que l'inflation va contribuer à faire monter les taux d'intérêt<sup>46</sup>, sans cependant diminuer les volumes empruntés. En effet, dans l'économie réelle, l'inflation liée à la croissance de la production crée une hausse des profits qui incite les entrepreneurs à continuer à investir, même s'il y a une hausse des taux. Se constitue donc une bulle de surinvestissement qui se résorbera au moment où les taux seront si élevés que les entrepreneurs se rendront compte que leurs investissements sont moins rentables que leurs emprunts, et leur font donc perdre de l'argent. Le deuxième processus démarre du fait que l'inflation entraîne une diminution de l'épargne, afin de continuer à consommer au même niveau qu'auparavant. Ainsi, une inflation de production amène rapidement un rééquilibrage entre consommation et épargne en faveur de la consommation, ce qui est l'avantage de l'inflation de production défendu ici. Une variable en particulier fait fortement évoluer l'économie, la stabilité de la masse monétaire. Deux cas de fi-

gure peuvent survenir selon l'évolution de la masse monétaire. Dans le premier cas, la masse monétaire reste stable, maintenue strictement par la banque centrale. Cette stabilité amène rapidement le rééquilibrage annoncé entre consommation et épargne, mais ensuite une récession. La récession est bien sûr due à la restriction de la monnaie qui rend la demande en volume moins élevée puisque les prix ont monté. Si l'inflation continue, à masse monétaire égale, les volumes diminuent donc fatalement après le rééquilibrage, voire même pendant le rééquilibrage. La récession stoppe alors l'inflation et l'économie se retrouve dans un nouvel équilibre, avec des prix plus élevés et le retour progressif des volumes équivalents par rapport à l'origine. L'inflation de production a donc finalement contribué à créer une épargne plus faible et une consommation plus élevée. Mais il a fallu se diriger vers une récession pour stopper l'inflation, alors que le rééquilibrage a été atteint. Dans le deuxième cas, la masse monétaire est instable et croît avec l'inflation, permettant aux salaires indexés sur l'inflation de conserver leur valeur réelle. L'inflation devient vite galopante, puisque la hausse des salaires et une masse monétaire en expansion se conjuguent pour l'entretenir. Mais la croissance de la production est elle aussi de la partie, profitant du rééquilibrage et de la croissance de la consommation. Arrêter l'inflation devient par contre difficile, comme Volckner a pu l'expérimenter au début des années 1980.

La meilleure solution semble en définitive le maintien de la masse monétaire (sans manipulation du taux d'intérêt, voir ci-dessous) pour rééquilibrer consommation et épargne par l'inflation de production. Elle consiste à maintenir la masse monétaire pour amener assez rapidement vers une diminution de l'épargne, et donc un rééquilibrage important. Cette solution monétariste est la meilleure dans une économie de surépargne, car elle permet sans trop de souffrance de rééquilibrer consommation et épargne, en faisant disparaître par l'inflation le surplus d'épargne investi dans des bulles, ainsi qu'une partie de la surépargne, même s'il faudra un changement de répartition des revenus pour l'empêcher globalement.

En conclusion, l'illusion monétaire de l'inflation n'en est pas vraiment une dans le cas de l'inflation de production. En effet la croissance économique temporaire et réversible liée à l'illusion monétaire dans le cas de l'inflation monétaire se révèle beaucoup plus

réelle quand elle est liée à l'inflation de production, car issue d'un rééquilibrage entre consommation et épargne qui augmente finalement la production globale de façon permanente. Autant Irving Fisher avait raison de parler d'il-

**L'INFLATION EST UN FORT STIMULANT À L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF POUR MAINTENIR LA VALEUR DE L'ÉPARGNE. PLUTÔT QUE LA SPÉCULATION.**

lusion monétaire pour sa définition de l'inflation comme inflation monétaire – un surplus de monnaie par rapport à la quantité de biens produits –, autant cette illusion est fautive quand l'inflation de production augmente la consommation au détriment de l'épargne, entraînant de ce fait une croissance réelle de la production. Finalement, la hausse globale du prix des biens vendus issue des tensions dans la production peut avoir des répercussions réelles par une meilleure répartition entre consommation et épargne, qui diminue les bulles d'endettement, incite les producteurs à investir et embaucher, et entraîne en fine la production et la consommation à la hausse. L'inflation de production est un facteur d'adaptation naturel dans cette théorie pour corriger les déséquilibres d'épargne et de consommation, et dégonfler les bulles d'endettement.

**Prime d'inflation et prime de risque**

Lorsque l'inflation apparaît, les taux d'intérêt augmentent, pour la compenser et garder un rendement réel positif. Ainsi, plus l'inflation anticipée est élevée, plus les taux d'intérêt le sont aussi en valeur nominale. Cette hausse du coût de l'argent due à l'inflation est supposée néfaste pour la croissance réelle de la production à long terme, même s'il s'agit de la stratégie des banques centrales pour contrer l'inflation. Mais il vaut apparemment mieux des taux d'intérêt à court terme plus élevés par la décision des banques centrales que des taux d'intérêt à long terme plus élevés pour cause d'inflation. La préférence est questionnable, mais ce n'est pas l'objet de ce paragraphe. Considérons un instant le lien entre hausse du taux d'intérêt par la prime d'inflation. En particulier, l'interaction avec l'évolution de la prime de risque est intéressante.

Dans une économie où l'inflation est nulle, le taux d'intérêt est

constitué de trois éléments qui s'ajoutent: le taux d'intérêt directeur, une prime de risque et une prime de liquidité. De ces trois éléments, la prime de risque est la plus intéressante, car la plus volatile et subjective. Le marché financier doit en principe évaluer correctement ce risque et établir une prime de risque adéquate. Que se passe-t-il lorsque l'inflation vient impacter le taux d'intérêt? Un quatrième élément, la prime d'inflation devrait s'ajouter aux trois premiers, afin d'équilibrer le taux par rapport à une situation sans inflation. Mais il faut d'abord estimer l'impact de l'inflation sur le risque. Si l'on considère que cet impact est nul, que l'inflation ne modifie pas l'évaluation du risque, alors l'inflation ne peut qu'augmenter les taux d'intérêt (il s'agit d'ailleurs plus des anticipations d'inflation que de l'inflation réelle, car prédire le futur reste une pratique incertaine).

Mais si on considère qu'une faible inflation de production a des effets positifs sur l'économie, par le rééquilibrage entre consommation et épargne qu'elle amène, alors l'évaluation du risque peut en être transformée. Si l'économie croît plus vite grâce à une inflation de production qui rééquilibre consommation et épargne (plus de consommation, moins d'épargne), alors l'évaluation du risque dans les taux d'intérêt doit en toute logique diminuer, par rapport à une économie sans inflation et plus stagnante. Si une économie en inflation présente un risque moins élevé par ses effets correcteurs, alors il peut exister un niveau faible d'inflation où le taux d'intérêt est équivalent à celui sans inflation, par la baisse de la prime de risque. Lorsque baisse de la prime de risque s'égalise avec la hausse de la prime d'inflation, alors il existe une situation où l'inflation ne génère pas de hausse du taux d'intérêt. La baisse de la prime de risque vient naturellement compenser la hausse de la prime d'inflation. La relation logique simple entre inflation et hausse du taux d'intérêt doit donc être repensée, en y intégrant la variation de la prime de risque, issue de l'impact de l'inflation de production sur l'économie (croissance

ou non). L'inflation de production est ainsi un puissant moteur d'investissement productif: la baisse de la valeur de la monnaie et des dettes sans risque oblige les épargnants en période d'inflation à investir leur épargne en supports productifs plus risqués, mais aussi plus rentables par la croissance générée. L'inflation est donc un fort stimulant à l'investissement productif pour maintenir la valeur de l'épargne, plutôt que la spéculation. Sans inflation, mieux vaut spéculer plutôt qu'investir, ne pas prendre de risque, car la dépréciation est lente. La politique de faible inflation est en réalité une politique d'épargne non risquée, puisque le non-investissement de l'épargne en investissements rentables n'est pas pénalisé par l'inflation. Il est préférable d'investir de façon non-risquée dans des produits faiblement rémunérateurs, type assurance-vie, que de prendre le risque d'investissement dans le circuit économique de production. De nos jours, comme l'investissement productif est aussi contraint par la demande structurelle d'épargne par les États, l'inflation est encore plus proscrite. En effet, entre investir dans le capital d'une entreprise avec une prise de risque élevée et acheter des dettes d'États vendues comme des produits sans risque, le choix des gestionnaires d'actifs se porte en majorité sur les dettes d'État, tant qu'il n'y a pas d'inflation. L'épargne est donc dirigée vers les dettes publiques (aux États-Unis et dans les pays anglosaxons il s'agissait aussi des dettes privées pendant quelques années avec les subprimes). En voulant relancer la demande par l'endettement, les États dérivent l'épargne de l'investissement productif. Autant ce schéma est utile et nécessaire en temps de crise (garantir une sécurité aux épargnants par la signature de l'État, qui prend à sa charge le risque d'investissement productif), autant son application structurelle le rend impossible à supprimer, la consommation induite par le déficit public étant intégrée à la production habituelle. L'inflation de production a donc un deuxième intérêt, celui de réorienter l'épargne vers l'investissement plutôt que la spéculation. ■

### TOP 5 DES VENTES ÉCONOMIE-FINANCE

**PAYOT**

Cinq meilleures ventes de la semaine dernière dans l'ensemble du réseau

1. **Le secret bancaire est mort, vive l'évasion fiscale**  
M. Saki  
Favre
2. **Comptabilité générale des PME, Vol. 1**  
Collectif  
LEP
3. **L'engrenage: mémoires d'un trader**  
J. Kerviel  
Flammarion
5. **Swiss GAAP RPC 2009. Recommandations relatives à la présentation des comptes**  
Collectif  
FPRRPC
6. **Economie de crise: introduction à la finance du futur**  
Nouriel Roubini, Stephen Mihm  
Lattès

Sébastien Groyer est philosophe et investisseur. Il travaille plus spécialement sur les notions de pouvoir et de marché en philosophie économique et poli-



tique, et sur l'essor de l'innovation par le financement de jeunes entreprises technologiques. «Le Krach de la dette publique» est son troisième livre.

**SÉBASTIEN GROYER**

«Le Krach de la dette publique – L'économie de surépargne», Editions du Cygne, mai 2010, 164 pages.