



Vieillessement et inflation

Mikael Juselius et Elöd Takáts

CHRONIQUEMENT élevée dans les années 70, l'inflation semble aujourd'hui chroniquement basse. Cette évolution a coïncidé avec l'avancée en âge de la génération du baby-boom, de l'adolescence à l'âge actif, dans bon nombre de pays avancés.

Les économistes tendent à considérer que ces deux tendances lentes n'ont aucun rapport entre elles, que les baby-boomers ne devraient pas agir sur l'inflation, un phénomène monétaire maîtrisable par la politique monétaire. Mais nous avons établi l'existence d'un lien étroit entre l'inflation tendancielle (taux moyen de hausse des prix sur plusieurs années) et la structure par âge de la population.

Nous avons constaté en particulier que plus la population comptait de personnes jeunes et âgées, plus l'inflation était élevée. Autrement dit, une population d'âge actif nombreuse a un effet désinflationniste. Ce lien entre âge et inflation se vérifie pour un grand nombre de pays et quelles que soient les périodes.

Ces effets sont assez marqués pour expliquer l'essentiel de l'inflation tendancielle. Par exemple, les baby-boomers auraient dopé l'inflation de 6 points aux États-Unis entre 1955 et 1975 et l'auraient abaissée de 5 entre 1975 et 1990, à leur entrée dans la vie active. L'inflation tendancielle est actuellement faible et stable, car le recul de la population jeune compense les effets de la part croissante de personnes âgées dans la population.

L'inflation étant un phénomène monétaire, pourquoi les banques centrales n'ont-elles pas

compensé les tensions inflationnistes induites par la modification de la pyramide des âges? Il y a au moins deux explications naturelles. Des pressions politiques ont pu forcer les banques centrales à satisfaire les préférences d'inflation des groupes d'âge dominants, ou le lien inflation-pyramide des âges pourrait aussi refléter le fait que les banques centrales n'ont pas réussi à anticiper les variations du taux d'intérêt réel d'équilibre (taux se traduisant par une inflation stable). Au vu des données, toutefois, aucune de ces deux explications n'est convaincante.

Il n'est pas aisé de savoir pourquoi la pyramide des âges agit sur l'inflation, mais la relation est étroite et a des conséquences pratiques assez frappantes. Pour commencer, elle infirme en partie la thèse selon laquelle les anticipations sont déterminantes dans la formation de l'inflation, thèse qui se fondait sur l'inflation observée pendant les années 60 et 70. De plus, la relation entre la structure par âge et le rythme de la hausse des prix permet effectivement de prévoir l'inflation tendancielle sous-jacente. D'après nos estimations, à moins que les baby-boomers ne travaillent bien plus longtemps que leurs parents, leur départ en retraite aura au final des effets inflationnistes.

Exploration des tendances inflationnistes

Les mystères de l'inflation ont d'ores et déjà fait progresser la recherche économique. Par exemple, quand l'inflation a commencé à

L'entrée en activité des baby-boomers a freiné l'inflation, leur départ en retraite la relancera

augmenter dans les années 60 sans qu'un changement de l'activité ne le justifie, les économistes en quête d'explications ont postulé l'existence d'anticipations inflationnistes : les consommateurs et les producteurs clairvoyants ne se laisseraient pas éternellement tromper par l'expansion monétaire destinée à relancer la croissance économique et intégreraient leurs anticipations d'inflation dans, disons, les revendications salariales et les contrats de prêt. De ce fait, une croissance monétaire prolongée générerait une poussée inflationniste, mais sans augmentation durable de la production. Une politique monétaire trop souple semblait expliquer la hausse de l'inflation, thèse qui a été réaffirmée dans les années 80, quand l'inflation s'est mise à baisser après que les banques centrales eurent commencé à la combattre.

Mais les mystères de l'inflation tendent à ressurgir. Après la crise financière mondiale de 2008, l'inflation n'est pas remontée malgré la reprise économique. De fait, il semble que, dès le début du siècle, l'inflation ait reflué lentement au-dessous des objectifs des banques centrales au lieu de s'en rapprocher. Cette faible inflation est une des raisons pour lesquelles les banques centrales ont maintenu les taux bas dans la première moitié de cette décennie. Mais elle paraît aussi indiquer qu'un facteur autre que la politique monétaire agissait en arrière-plan.

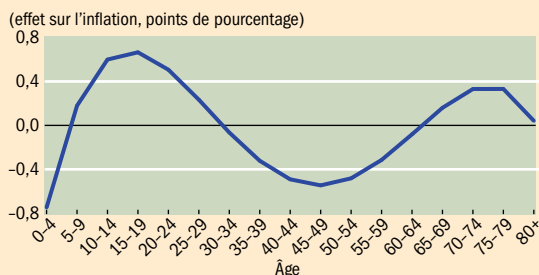
L'épisode prolongé de faible inflation a débuté quand les populations des pays les plus avancés sont devenues plus âgées et que les baby-boomers étaient au sommet de leur courbe de rémunération. Selon les tranches d'âge, les décisions de consommation et d'épargne diffèrent, ce qui influe sur les tensions inflationnistes à long terme. Par exemple, les individus tendent à emprunter quand ils sont jeunes (ou leurs parents le font pour eux), épargner pendant leur vie active et, une fois vieux, vivre du patrimoine qu'ils se sont constitué. Il s'ensuit que les tensions inflationnistes sont fortes quand la proportion de jeunes et de personnes âgées (qui consomment et, pour l'essentiel, ne produisent pas) est importante par rapport à la population d'âge actif (qui produit plus qu'elle ne consomme), et inversement. Or, selon une analyse classique, les banques centrales pourraient, en principe, compenser ces tensions en relevant ou abaissant les taux d'intérêt. Dans un tel scénario, le vieillissement influencerait sur le taux d'intérêt réel (après inflation) d'équilibre, mais non sur l'inflation.

Certains banquiers centraux chevronnés ont suggéré dernièrement que le vieillissement pourrait être un paramètre important pour l'inflation, car il influe sur la politique monétaire. Les préférences des électeurs, par exemple, influencent l'objectif d'inflation fixé par la banque centrale, comme le défend avec force James B. Bullard, le Président de la Banque de réserve fédérale de Saint-Louis (Bullard, Garriga et Walker, 2012). D'après lui, les jeunes, parce qu'ils empruntent, préfèrent une inflation plus forte réduisant la charge réelle de leur dette, tandis que les personnes âgées préfèrent une inflation moindre, qui préserve la valeur de leur patrimoine. Si l'hypothèse de Bullard est exacte et que les banques centrales cèdent à ce type de pressions politiques, l'inflation est vouée à augmenter quand la population jeune domine la pyramide et à baisser quand la population vieillit. Goodhart, Pradhan et Pardeshi (2015) avancent, quant à eux, que la structure par âge peut agir sur le taux d'intérêt réel d'équilibre. Si les banques centrales n'en tiennent pas compte, cela peut engendrer de l'inflation.

Graphique 1

Dépendance de l'inflation

Les jeunes (5-29 ans) et les personnes âgées (65-79 ans) dopent l'inflation, tandis que la tranche 30-64 ans a l'effet inverse, pour bon nombre de périodes et de pays.



Source : calculs des auteurs.

Note : Les résultats ont été calculés à partir de données sur 22 pays avancés, 1955-2014.

Le lien

En estimant les effets sur l'inflation de toute la pyramide (pas seulement du vieillissement) à partir de données concernant 22 pays avancés entre 1955 et 2014, nous avons constaté une relation étroite entre l'inflation et la structure par âge.

Les effets des différentes cohortes d'âge dessinent une courbe en U : les jeunes (5-29 ans) et les personnes âgées (65-79 ans) sont «inflationnistes», contrairement aux cohortes se trouvant dans leur période d'activité maximale (graphique 1). Cette forme en U subsiste y compris si l'on intègre d'autres variables possiblement liées à l'inflation, comme les écarts de production, la hausse des prix du pétrole, les taux d'intérêt réels, la croissance démographique et la politique budgétaire. La relation continue de se vérifier en faisant la part des facteurs mondiaux, pour différentes périodes et différents échantillons de pays. Les effets de la petite proportion de personnes très jeunes (moins de 5 ans) et très âgées (plus de 80 ans) sont en revanche plus difficiles à cerner.

L'effet pyramide des âges explique l'essentiel de l'inflation tendancielle et environ un tiers de la variation totale de l'inflation. Pour chaque année, l'effet est calculé en multipliant les valeurs de la courbe en U (graphique 1) par le poids démographique des groupes d'âge correspondants. L'effet est majeur : à titre d'exemple, il explique environ 5 points de la baisse du taux d'inflation moyen dans les pays de l'échantillon entre la fin des années 70 et le début des années 2000, soit la majeure partie du recul de l'inflation à long terme sur la période (graphique 2, gauche). En outre, les évolutions démographiques semblent expliquer les différences entre pays. Par exemple, le fait que l'inflation tendancielle varie davantage aux États-Unis qu'en Allemagne tient pour l'essentiel à des changements démographiques plus marqués (graphique 2, centre et droite).

Le mystère demeure

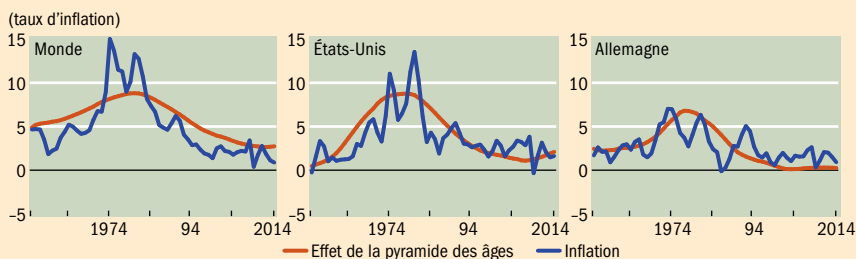
Après avoir identifié une relation solide entre la pyramide des âges et l'inflation tendancielle, nous avons cherché des éléments validant soit la thèse de la variation des dépenses durant le cycle de vie, soit celle des préférences des électeurs.

Nous en avons trouvé très peu. La courbe en U infirme l'un des principaux postulats de la thèse des préférences électorales. Non seulement les jeunes, dont beaucoup n'ont pas l'âge de voter, ont une influence importante, mais nous avons constaté que les

Graphique 2

En dents de scie

La structure par âge de la population, y compris aux États-Unis et en Allemagne, explique l'essentiel de la réduction du taux d'inflation moyen entre la fin des années 70 et le début des années 2000.



Source : calculs des auteurs.

Conséquences pratiques

Bien que son origine soit peu claire, l'effet de la pyramide des âges a des conséquences pratiques réelles et directes. Premièrement, il diminue l'importance des anticipations inflationnistes du marché pour la formation de l'inflation. Une partie de l'inflation enregistrée entre les années 60 et la fin des années 70 et la désinflation qui a suivi peuvent s'expliquer sans référence à ces anticipations. Pour vérifier la validité de ce résultat, nous avons estimé les effets de la structure par âge sur les prévisions d'inflation à un an du Consensus économique et retrouvé exactement le même modèle de courbe en U qu'au graphique 1.

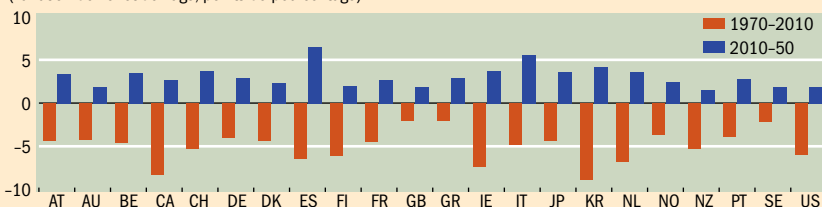
Une deuxième conséquence, liée à la première, est que l'inflation tendancielle peut faire l'objet de prévisions, tout comme la pyramide des âges elle-même. Sauf catastrophes, nous savons combien de personnes arriveront sur le marché du travail dans 20 ans, puisqu'elles sont déjà nées. D'après nos estimations, combinées avec les prévisions démographiques des Nations Unies, la structure par âge aura un effet inflationniste dans les prochaines décennies (graphique 3), à moins que des taux d'intérêt réels plus élevés ne viennent le contenir. Nous estimons que, en raison du vieillissement, l'inflation sera supérieure d'environ 3 points en moyenne d'ici 40 ans, toutes choses égales par ailleurs.

Graphique 3

Transition

La structure par âge de la population a eu un effet désinflationniste dans de nombreux pays de 1970 à 2010, mais devrait avoir l'effet inverse entre 2010 et 2050.

(variation de l'effet de l'âge, points de pourcentage)



Source : calculs des auteurs.

Note : AT = Autriche; AU = Australie; BE = Belgique; CA = Canada; CH = Suisse; DE = Allemagne; DK = Danemark; ES = Espagne; FI = Finlande; FR = France; GB = Royaume-Uni; GR = Grèce; IE = Irlande; IT = Italie; JP = Japon; KR = Corée; NL = Pays-Bas; NO = Norvège; NZ = Nouvelle-Zélande; PT = Portugal; SE = Suède; US = États-Unis. Les estimations ont été obtenues à partir du modèle estimant l'effet des cohortes d'âge sur l'inflation et de projections démographiques des Nations Unies. Les barres rouges expriment la différence en points de pourcentage entre les effets induits par l'âge en 2010 et 1970, et les barres bleues correspondent à l'écart entre 2010 et 2050.

personnes âgées avaient un effet inflationniste, contrairement à ce qu'indiquent les modèles d'économie politique existants. Les analyses empiriques qui ont établi l'effet désinflationniste des personnes âgées avaient omis par erreur les jeunes. L'effet démographique est visible également dans les petits pays de la zone euro, où les préférences des électeurs ne sont guère susceptibles d'influencer la politique monétaire définie pour toute la zone euro.

Si l'effet lié à la pyramide des âges n'est pas le résultat de pressions politiques sur la politique monétaire, il pourrait s'expliquer par l'incapacité des banques centrales à évaluer correctement en quoi les décisions de dépenses sur le cycle de vie influent sur le taux d'intérêt réel d'équilibre. Par exemple, ce taux a pu augmenter dans les années 60 et 70 sous l'effet de la demande accrue des baby-boomers — et si les banques centrales n'ont pas assez relevé les taux nominaux, il a pu en résulter le taux d'inflation élevé mesuré à l'époque. Néanmoins, tout en étant peut-être un indicateur approximatif du taux d'intérêt réel d'équilibre, la structure par âge ne devrait pas influencer elle-même sur l'inflation. Seuls ses écarts par rapport aux taux effectifs auraient un impact. Pourtant, l'effet inflation-pyramide des âges est présent même en laissant de côté les taux effectifs. Autrement dit, les taux d'intérêt réels d'équilibre ne semblent pas expliquer le lien entre la structure par âge d'une population et les périodes d'inflation et de désinflation.

Bien que cette hausse varie selon les pays, les tensions désinflationnistes cèdent partout la place à des tensions inflationnistes.

Aucune théorie actuelle ne parvient à expliquer totalement le lien étroit entre la structure par âge de la population et l'inflation tendancielle. Il faut pourtant résoudre ce mystère : les premiers baby-boomers sont à la retraite et une cohorte importante s'en approche, ce qui pourrait créer un climat inflationniste difficile dans les années à venir. ■

Mikael Juselius et Elöd Takáts sont tous deux économistes principaux, le premier à la Banque de Finlande, le second à la Banque des règlements internationaux.

Le présent article s'inspire d'un document de travail de 2015 de la Banque des règlements internationaux intitulé «Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?».

Bibliographie :

Bullard James, Carlos Garriga, and Christopher J. Waller, 2012, "Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation," Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December, Vol. 94, No. 6, p. 419-39.

Goodhart, Charles, Manoj Pradhan, and Pratyancha Pardeshi, 2015, "Could Demographics Reverse Three Multi-Decade Trends?" Morgan Stanley Global Research, September.