

# Déflation, démon d'un lointain passé ou réel danger pour le présent ?

Stefaan Ide  
Jef Boeckx  
David Cornille

## Introduction

Le présent article examine dans quelle mesure la déflation représente actuellement un réel danger dans la zone euro et quelles sont les implications de cette analyse en termes de politique à mener. Lorsqu'il s'est avéré, à partir de septembre 2008, que l'intensification de la crise financière exercerait une incidence considérable sur l'économie réelle, la question de savoir si l'économie de la zone euro, mais aussi celle d'autres pays industrialisés, s'orientait vers une déflation s'est de plus en plus posée, tant au niveau des autorités que dans l'opinion publique. Dans ce cadre, des parallèles ont été établis à plusieurs reprises entre la crise actuelle et la Grande Dépression des années 1930. Par ailleurs, une inflation négative a été observée dans plusieurs pays au cours de l'été 2009.

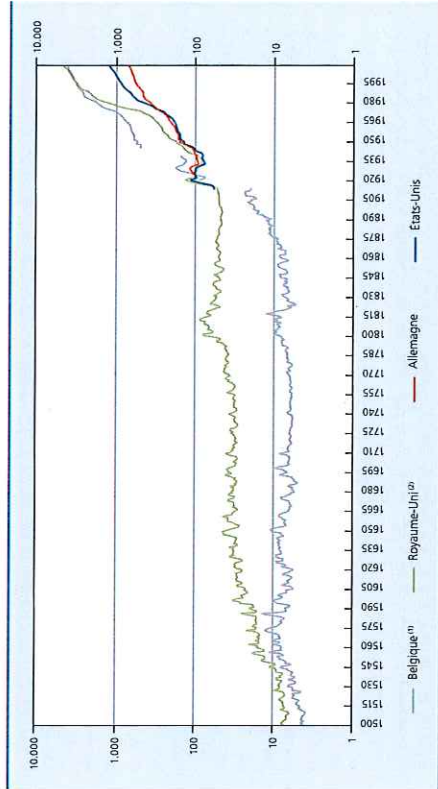
L'article est structuré comme suit. La première partie constate que la déflation n'est pas un phénomène inconnu dans l'histoire économique, tout au moins dans sa définition large, à savoir la simple observation d'une inflation négative ou, en d'autres termes, une baisse du niveau général des prix. En outre, il y est souligné l'importance d'établir une distinction entre les périodes déflationnistes, non seulement au niveau du choc sous-jacent à l'origine de la déflation, mais également par rapport à l'évolution de l'activité économique au cours des différentes périodes. La définition large de la déflation, qui constitue le point de départ de l'article, est ensuite affinée pour aboutir à plusieurs types de déflation, à savoir la déflation bénigne, d'une part, et différentes gradations de déflation néfaste, d'autre part. Le concept de déflation ayant souvent une connotation négative,

il apparaît que dans la pratique, il est généralement fait abstraction des formes bénignes de déflation. En effet, ce sont les formes néfastes de déflation qui représentent un défi important au niveau de la politique à mener. Celles-ci sont présentées plus en détail dans la deuxième partie. L'on y explique notamment pourquoi elles ne peuvent pas être simplement considérées comme de l'inflation négative. Il s'avère en effet que cette déflation néfaste déclenche des mécanismes économiques spécifiques qui peuvent entraîner une spirale à la baisse, tant du niveau des prix que de l'activité économique. Ces mécanismes sont essentiellement imputables à l'existence de l'une ou l'autre forme de rigidité nominale à la baisse. La partie 3 évalue le risque de déflation néfaste dans la zone euro dans le contexte actuel et analyse l'évolution récente de l'inflation, en insistant sur les anticipations d'inflation – lesquelles représentent un facteur important de l'apparition d'une spirale déflationniste. Non seulement l'évolution des prix mais également un éventail plus large d'indicateurs y sont examinés, comme dans les études du FMI. La partie 4 décrit les options de politique dans un environnement déflationniste. En guise de conclusion, les principaux enseignements sont résumés.

## 1. La déflation, une vieille connaissance

Le thème de la déflation n'a été traité que sporadiquement depuis les années 1970, l'inflation étant un important facteur de déstabilisation de l'économie et la politique monétaire étant axée sur la maîtrise de la poussée inflationniste et des anticipations d'inflation. Il ressort toutefois de l'histoire économique que la déflation a été un phénomène

GRAPHIQUE 1 NIVEAU DES PRIX AU FIL DES SIÈCLES (indices 1924 = 100, échelle logarithmique)



Sources: Bureau of Labor Statistics, International Institute of Social History, Office of National Statistics, Statistisches Bundesamt, BfB.  
(1) Jusqu'en 1912 inclus, il s'agit d'un indice des prix à la consommation pour la ville d'Anvers. Aucun indice n'a été établi durant les deux guerres mondiales.  
(2) Jusqu'en 1801 inclus, il s'agit d'un indice des prix à la consommation pour la ville de Londres.

relativement fréquent depuis le Moyen Âge, du moins lorsqu'elle est définie au sens large, à savoir comme une baisse du niveau général des prix (inflation négative). Le régime de politique monétaire en vigueur joue à cet égard un rôle clé. Les restrictions imposées par les régimes de politique monétaire liés aux stocks d'or et d'argent – comme ce fut explicitement le cas durant la période de l'étalon-or – ont en effet largement contribué à accroître la fréquence des diminutions de prix. La demande de monnaie a parfois augmenté fortement, en raison par exemple des avancées technologiques ou de la croissance de la population, alors que la masse monétaire demeurait globalement inchangée. À l'inverse, la découverte de nouvelles réserves d'or et d'argent a exercé un effet haussier sur les prix. L'étalon-or a été abandonné par un nombre croissant de pays au début du XX<sup>e</sup> siècle, si bien que les prix y ont enregistré une progression sensible par rapport aux siècles précédents. Après les années 1970, la politique monétaire s'est concentrée sur le maintien d'une inflation basse et stable, ce qui, dans une perspective mondiale, a entraîné une hausse du nombre d'épisodes d'inflation négative après 1990 (Bordo et Filardo, 2005).

Les périodes déflationnistes sont généralement défavorables, comme ce fut le cas de la Grande Dépression des années 1930 ou de la stagnation observée au Japon au cours des années 1990 et 2000 – la grave récession mondiale actuelle pourrait en constituer un nouvel exemple. Il importe cependant de noter qu'un recul des prix n'a dans le passé pas nécessairement été accompagné d'une récession économique : une baisse du niveau des prix a souvent été enregistrée en période de vive croissance tirée par la productivité. Compte tenu de cette diversité, Bordo et Filardo (2004) ont qualifié les périodes déflationnistes de « bonnes, mauvaises et sévères ». La déflation n'est en effet pas un phénomène isolé et est la plupart du temps, si pas toujours, le symptôme d'un choc économique sous-jacent. C'est précisément en fonction de ces chocs économiques sous-jacents (et de leur incidence sur l'activité économique<sup>(1)</sup>) qu'il est possible d'opérer une distinction entre les différents types de périodes déflationnistes. Ainsi, la déflation peut en principe survenir tant lors d'un choc positif de l'offre que lors d'un choc négatif de la demande.

Dans le premier cas, Bordo et Filardo parlent de « bonne déflation ». Elle surviendra si, d'une part, des chocs positifs de l'offre (ou une série de tels chocs) accroissent le potentiel économique et si, d'autre part, la demande

(1) L'évolution de l'activité économique est un des critères permettant de qualifier le choc. Ainsi, les chocs de l'offre ont généralement un effet sur les prix inversement influencé par rapport à celui des chocs négatifs de la demande influencé habituellement dans le même sens par l'activité économique.

nominal ne s'ajuste pas ou peu. Tel sera le cas lorsque la masse monétaire ne suit pas l'expansion du potentiel de croissance, une situation qui se présentait fréquemment lorsque l'étalon-or était en vigueur étant donné que la masse monétaire (mondiale) demeurait largement constante. Le concept de « bonne déflation » ne renvoie qu'au caractère bénin de la déflation et, plus particulièrement, au fait que les périodes déflationnistes visées ne se doublent pas d'un repli de l'activité économique ou étaient même accompagnées d'une vive expansion économique, ce qui est attribuable à la nature favorable du choc économique sous-jacent et ne peut par conséquent pas être interprété de manière normative. Ce concept n'indique donc pas nécessairement qu'une politique optimale a été menée au cours des périodes visées. On pourrait ainsi soutenir que la non-absorption des évolutions favorables au niveau de l'offre peut avoir pesé temporairement sur la demande et, partant, sur la croissance réelle effective et ait entraîné un écart de production négatif pendant la période de transition. Il convient à cet égard de souligner que cet argument théorique est sans doute moins pertinent pour le passé, dans la mesure où les économies de l'époque étaient moins caractérisées par l'existence de rigidités prix-salaires, la politique monétaire menée ayant en principe moins d'effets réels.

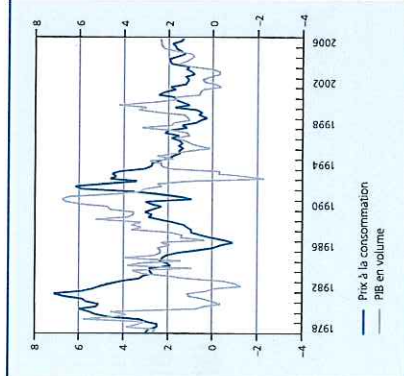
Les « années folles » sont un exemple de « bonne déflation », la reprise d'après-guerre et la diffusion de nouvelles technologies, telles que les voitures, la téléphonie et les radios, concourant à une croissance économique réelle soutenue (White, 1990). Le commerce mondial s'est en outre redressé et une reprise des mouvements internationaux de capitaux a été observée au cours de cette période, après que les principaux cours de change eurent été stabilisés et que l'étalon-or eut été restauré en 1925. Un autre exemple de « bonne déflation » est le contre-choc pétrolier de 1986, lequel a conduit, dans le cas de l'Allemagne, à une brève période d'inflation négative sans toutefois avoir de conséquences véritablement fâcheuses pour l'évolution de l'activité économique. Le fait que le contre-choc pétrolier de 1986 ait engendré une inflation négative en Allemagne, contrairement à ce qui a été observé dans la plupart des autres pays industrialisés, s'explique par le niveau structurellement inférieur de l'inflation en Allemagne, sous l'effet d'une politique monétaire fortement axée sur la stabilité des prix. Cet exemple montre que, comme précisé ci-avant, le régime de politique monétaire en vigueur exerce une incidence sur la probabilité de survenance des périodes déflationnistes.

A cet égard, on peut considérer la récente émergence de la Chine et d'autres nouveaux pays industrialisés comme un important choc positif et, de surcroît, persistant de l'offre. Sous l'étalon-or, un tel choc aurait sans

doute conduit à une « bonne déflation ». Cependant, la politique monétaire menée aujourd'hui dans la plupart des pays industrialisés ayant pour principal objectif de stabiliser l'inflation à un niveau faible mais strictement positif, ce choc positif de l'offre a dans une large mesure été absorbé, si bien qu'aucune déflation n'a été observée ex post. Cet exemple montre donc une fois de plus que la déflation est liée au régime de politique monétaire en vigueur. Ceci signifie également qu'il est peu probable qu'une déflation bénigne s'installe durablement sous les régimes de politique monétaire actuels. Alors que, comme souligné ci-dessus, l'étalon-or comportait le risque que la politique monétaire soit insuffisamment accommodante en cas de chocs positifs de l'offre, il semble a posteriori qu'au cours de la période récente elle s'est trop unilatéralement concentrée sur la stabilisation de l'inflation – par exemple une trop grande importance aurait été accordée à l'incidence sur l'inflation des effets de premier tour qui résultent des importations meilleur marché des pays à bas coûts –, si bien que la politique monétaire mondiale a sans doute été trop accommodante et a ainsi contribué au récent boom-bust cycle.

Pour sa part, une « mauvaise déflation » résulte d'un choc négatif de la demande où le repli de l'activité, du fait de son ampleur et/ou de sa persistance, engendre une pression baissière sur les prix si forte qu'il s'accompagne d'une

GRAPHIQUE 2. PRIX À LA CONSOMMATION ET PIB EN VOLUME EN ALLEMAGNE (pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Source: Thomson Reuters Datastream.

baisse du niveau général des prix. On parle de « déflation sévère » lorsque cette pression baissière sur les prix provoque une véritable spirale déflationniste. En raison de l'apparition d'une telle spirale baissière – les mécanismes qui la déclenchent sont examinés ci-après –, les effets sur le niveau des prix et sur l'activité économique sont nettement plus dramatiques. L'encadré 1 compare la situation actuelle avec la période de stagnation japonaise des années 1990 et 2000 – un exemple de « mauvaise déflation » – et la Grande Dépression aux États-Unis – un exemple de « déflation sévère ». En effet, à l'époque également, une bulle

### Encadré 1 – La crise actuelle comparée à la Grande Dépression et à la stagnation japonaise des années 1990 et 2000

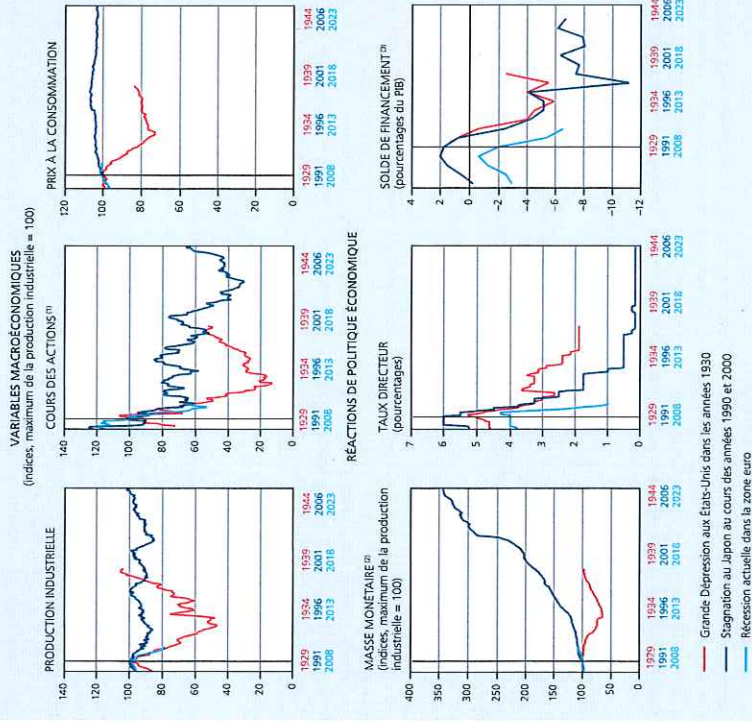
Dans les années 1990, l'activité économique a stagné au Japon pendant une longue période, tandis que le niveau des prix baissait de manière persistante mais limitée. Toutefois, dans la mesure où aucune spirale déflationniste n'a vu le jour au cours de cette période, l'épisode japonais est considéré comme un exemple de « mauvaise déflation », tandis que la Grande Dépression des années 1930 est un exemple de « déflation sévère ». L'activité économique s'est en effet fortement repliée aux États-Unis dès le début des années 1930 – ce qui contraste avec la stagnation observée au Japon dans les années 1990 et 2000 – et le niveau des prix a chuté de plus de 25 p.c. en quatre ans.

Plusieurs hypothèses ont été mises en avant pour expliquer tant la stagnation au Japon au cours des années 1990 et 2000 que la Grande Dépression. Ce débat n'est pas encore clos. Dans les deux cas, l'éclatement d'une bulle sur les marchés boursiers et de l'immobilier et l'ébranlement du système bancaire ont joué un rôle majeur. Ces deux facteurs sont aussi présents aujourd'hui. Outre l'intensité de la récession actuelle et le fort recul de l'inflation, la question se pose de savoir si une déflation néfaste va s'installer. La gravité de la récession actuelle est toutefois surestimée en ne considérant dans le graphique que le repli de la production industrielle, à défaut de données sur le PIB pour la période de la Grande Dépression. Aujourd'hui, les services, qui sont caractérisés par un profil cyclique moins prononcé, représentent en effet une part nettement plus importante de la valeur ajoutée et de l'emploi que dans le passé.

Selon de nombreuses études, les réactions de politique économique ont joué un rôle majeur, tant au cours de la stagnation au Japon qu'au cours de la Grande Dépression. Dans le cas du Japon, la principale cause sous-jacente de l'atonie persistante de l'économie ne semble pas tant être le processus déflationniste en lui-même. Bien que ce dernier y ait aussi contribué, ce sont les problèmes rencontrés par le secteur bancaire, lesquels ont duré très longtemps et n'ont pas été traités avec fermeté, qui sont la principale cause de la stagnation. Les autorités japonaises n'ont tenu que progressivement de stabiliser le secteur financier dans le courant des années 1990, dans un premier temps sous la forme de programmes relativement modestes visant à acheter les actifs des banques. Ces programmes se sont par la suite avérés trop limités et peu cohérents. C'est pourquoi les autorités ont lancé en 1998 des programmes ayant pour objet de recapitaliser les banques japonaises en difficulté et la Banque du Japon a racheté des actions de banques commerciales entre 2002 et 2004 afin de garantir la stabilité financière.

Des éléments montrent cependant qu'en dépit de certaines hésitations, la politique monétaire et budgétaire menée a été un facteur stabilisant durant la stagnation observée au Japon au cours des années 1990 et 2000. En effet, les baisses (limitées) de prix n'ont pas engendré un comportement de report dans l'attente de reculs plus prononcés (White, 2006). Le taux d'intérêt directeur a été progressivement abaissé à partir de 1991 et une politique de taux zéro a été menée à partir de février 1999. En août 2000, la Banque du Japon a toutefois à nouveau augmenté son taux d'intérêt directeur, une décision qu'elle a dû rapidement annuler. La politique du taux zéro a été réinstaurée

LA RÉCESSION ACTUELLE DANS UNE PERSPECTIVE HISTORIQUE



Sources : CE, OCDE, NBER Macroeconomy database, Federal Reserve Bank of St. Louis, Thompson Reuters Datastream, Yahoo Finance.  
 (1) Il s'agit du Dow Jones Industrial Average pour les États-Unis, du Nikkei 225 pour le Japon et de l'Euro Stoxx 50 pour la zone euro.  
 (2) Mesuré par M1.  
 (3) Solde de financement des administrations publiques. Les chiffres pour 2009 et 2010 sont des prévisions de la CE.

en mars 2001, cette fois sous la forme d'une politique d'assouplissement quantitatif, laquelle visait à fournir de très larges liquidités au secteur bancaire, ce qui a eu pour effet de faire baisser le taux d'intérêt au jour le jour jusqu'à zéro. L'assouplissement quantitatif a eu un effet considérable sur la masse monétaire, qui a sensiblement augmenté après 2001. En mars 2006, un terme a été mis à la politique d'assouplissement quantitatif et le taux d'intérêt directeur a à nouveau été porté à 0,25 p.c. en juillet 2006. La politique budgétaire a aussi été rapidement

stimulante au Japon : après la récession de 1997, le solde de financement a même atteint plus de 11 p.c. du PIB. Les chiffres corrigés de l'influence de la conjoncture font également état d'une politique expansionniste qui a fait exploser la dette publique japonaise à 180 p.c. du PIB en 2006.

S'agissant de la Grande Dépression, la politique monétaire inadaptée semble en revanche avoir joué un rôle de tout premier plan. L'étalon-or laissait en effet peu de place à une politique monétaire ou budgétaire accommodante. Les nombreux *bank runs* au début des années 1930 ont entraîné une contraction du multiplicateur monétaire et de crédit qui n'a pas pu être compensée par la politique monétaire, si bien que la masse monétaire a sensiblement diminué. Après que les États-Unis eurent abandonné l'étalon-or en mars 1933, la politique monétaire a été assouplie et la masse monétaire a crû rapidement. L'expansion monétaire a en outre été soutenue par la décision de fermer les banques non solvables et d'en restructurer d'autres lors du *Bank Holiday* de mars 1933. La confiance dans le système financier s'est ainsi accrue et le processus de création de monnaie et de crédit a pu reprendre. C'est donc à partir de 1933 que l'activité et le niveau des prix ont à nouveau commencé à progresser, de sorte que la Grande Dépression a pris fin en 1937. La Réserve fédérale a aussi abaissé ses taux d'intérêt officiels, même si la réduction fut limitée et que ces taux d'intérêt n'avaient à l'époque pas la fonction de signal de l'orientation de la politique monétaire qu'ils remplissent aujourd'hui. Par contre, la politique budgétaire américaine n'a pas joué un grand rôle dans la reprise au sortir de la Grande Dépression étant donné que les déficits publics sont restés plutôt limités et qu'ils ont été en grande partie compensés par la politique budgétaire plus restrictive menée par les pouvoirs locaux.

À la différence de la stagnation au Japon et de la Grande Dépression aux États-Unis, les autorités monétaires et budgétaires européennes ont aujourd'hui réagi rapidement au net repli économique (ce fut également le cas dans d'autres pays industrialisés). Les réductions de taux décidées rapidement par la BCE ont été complétées par des mesures non conventionnelles susceptibles d'assurer une création normale de monnaie et de crédit et de contribuer ainsi à éviter un scénario similaire à celui de la Grande Dépression. En outre, les autorités nationales ont lancé au début de la crise de vastes opérations de sauvetage visant à stabiliser le système financier et à maintenir la confiance en celui-ci, alors que l'impulsion macroéconomique issue de la politique budgétaire a aussi été plus prononcée et plus rapide que lors des deux autres épisodes. Ceci s'explique en partie par le fait que les stabilisateurs automatiques sont nettement plus importants que dans le passé, surtout en Europe, compte tenu des systèmes de sécurité sociale très développés. La récession actuelle est de plus un phénomène mondial. C'est pourquoi les banques centrales et les autorités nationales de par le monde prennent des mesures pour y faire face, certaines d'entre elles étant en outre coordonnées. Une telle approche plus ou moins conjointe était impossible dans les années 1930 en raison des tensions politiques régnant entre les pays.

2. Pourquoi la déflation n'est pas simplement une inflation négative

Différentes raisons poussent à s'intéresser aux formes néfastes de déflation dans la suite du présent article. Tout d'abord, ces dernières peuvent avoir des consé-

quences désastreuses sur l'activité économique et, dès lors, constituer un défi majeur pour les autorités, en particulier celles responsables de la politique monétaire. Ensuite, comme on l'a déjà mentionné, vu les régimes de politique monétaire qui sont actuellement en vigueur dans les pays industrialisés, la survenance d'épisodes de bonne déflation est aujourd'hui effectivement fort peu probable (alors que cela avait été le cas au XIX<sup>e</sup> siècle et durant la première moitié du XX<sup>e</sup> siècle). Enfin, de par

sa nature, la crise actuelle présente certaines similitudes avec la situation observée au Japon, de même qu'avec la Grande Dépression des années 1930, ce qui rend l'étude de la mauvaise déflation beaucoup plus pertinente que celle de la bonne déflation.

Dans la pratique, la déflation est dès lors souvent d'emblée qualifiée de mauvaise, et il est donc implicitement fait abstraction de la bonne déflation. Une telle définition, plus restrictive que celle retenue jusqu'à présent dans cet article, envisage systématiquement la déflation comme une baisse persistante du niveau général des prix, qui donne lieu à des anticipations de nouvelles baisses (Bini Smaghi, 2008). Dans cette définition, plusieurs éléments sont importants. D'abord, il est explicitement fait mention

## DEFATION. DEMON D'UN LOINTAIN PASSE OU REEL DANGER POUR LE PRESENT ?

d'une baisse du niveau général des prix. Dans la pratique, cela signifie que l'indice des prix à la consommation doit se replier dans sa totalité et que les baisses de prix doivent être largement répandues. En d'autres termes, il ne suffit pas que seul le prix de quelques biens ou services spécifiques croule. Dans le cadre d'un régime de faible inflation, ce dernier type de baisse des prix n'a en effet rien d'exceptionnel ; il est le résultat des évolutions relatives de la demande et/ou de la productivité, et non des évolutions au niveau agrégé. Ensuite, il doit s'agir d'une baisse persistante des prix et non d'épisodes brefs, d'une durée de quelques mois par exemple. Enfin, l'émergence d'anticipations de nouvelles baisses des prix constitue une troisième caractéristique essentielle. Les deuxième et troisième caractéristiques sont étroitement liées entre elles : le caractère persistant des baisses de prix peut contribuer à générer de nouvelles anticipations de baisses, ce qui favorise à son tour la persistance des baisses de prix. Ces deux aspects sont extrêmement importants dans la mesure où ils peuvent donner lieu à une spirale déflationniste.

La déflation entraîne une série de coûts que suscite également l'inflation, comme par exemple une perturbation des signaux de prix relatifs. De ce point de vue, la déflation semble n'être que le reflet inversé de l'inflation. Cette opinion est cependant erronée, car trop partielle. La déflation génère en effet également un certain nombre d'effets spécifiques, que ne suscite pas l'inflation, susceptibles d'entraîner des frais supplémentaires et potentiellement néfastes pour l'économie. Ces conséquences de la déflation sont également les facteurs qui donnent lieu à une spirale déflationniste. Elles sont de triple nature et peuvent par essence chacune être réduites à l'une ou l'autre forme de rigidité nominale à la baisse (certaines variables nominales ne peuvent pas être négatives ou ne peuvent pas diminuer, ou opposent à tout le moins une résistance spécifique à de telles évolutions).

### Le niveau plancher des taux directeurs nominaux

Le fait que les taux directeurs nominaux ne puissent pas descendre en dessous de zéro, soit un plancher quasiment absolu, constitue une première rigidité nominale. Une fois que les taux nominaux sont à zéro, la banque centrale ne peut en effet plus assouplir la politique monétaire par le biais de l'instrument classique des taux d'intérêt puisque chacun préférera conserver ses liquidités plutôt que d'accorder des crédits assortis d'un taux d'intérêt négatif (*liquidity trap* - piège à liquidités). Même si le débat relatif à la politique monétaire se focalise souvent sur les taux directeurs nominaux, ce sont les taux d'intérêt réels qui influent sur l'économie et sur l'inflation. Ces deux réels représentent la différence entre les taux nominaux,

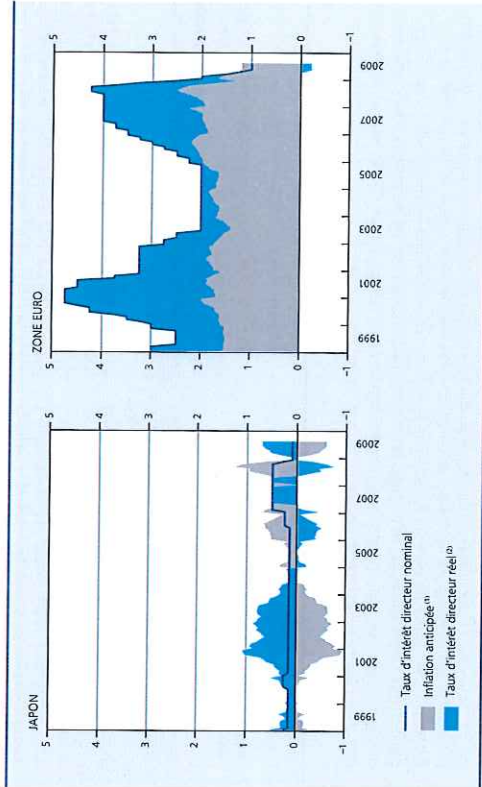
composés des taux directeurs nominaux et des *spreads* consistant en primes de risque et de liquidité, et l'inflation attendue. L'émergence d'anticipations d'inflation négatives (anticipations de baisses des prix) est une caractéristique essentielle de la mauvaise déflation, où les taux d'intérêt réels peuvent devenir de plus en plus positifs, alors que le fait que la déflation survienne après un fort choc négatif de demande implique précisément que le taux d'intérêt réel d'équilibre (*real natural interest rate*) est très faible, voire négatif<sup>(1)</sup>. En raison de cette différence entre les taux effectifs réels et leur niveau d'équilibre, le déficit de la demande peut se prolonger, ce qui fait peser de plus lourdes pressions à la baisse sur les prix et entraîne une nouvelle progression des anticipations d'inflation négatives, une nouvelle hausse des taux d'intérêt réels, etc., bref une véritable spirale déflationniste. Cette spirale peut donc apparaître parce que la politique monétaire perd le contrôle des taux d'intérêt réels et n'est dès lors plus en mesure de piloter l'économie et l'inflation. Une formulation plus intuitive de ce mécanisme souligne le fait que l'émergence d'anticipations de baisses des prix entraîne le report des dépenses.

Lorsque les taux directeurs nominaux sont égaux à zéro, la politique monétaire peut tenter de continuer à piloter les taux d'intérêt réels periments en réduisant les *spreads* et/ou en maintenant ou en créant des anticipations d'inflation positives. On peut pour ce faire mettre en œuvre une politique monétaire non conventionnelle, comme évoqué au chapitre 4. Les responsables de la politique monétaire sont toutefois moins familiarisés avec ces instruments alternatifs et, outre les éventuels problèmes pratiques de mise en œuvre, leur effet sur l'économie est plus difficile à évaluer que celui d'une modification des taux directeurs nominaux. L'efficacité de la politique monétaire peut s'en trouver affectée.

Le cas du Japon illustre parfaitement l'effet sur les taux réels de taux directeurs nominaux égaux à zéro. À la fin des années 1990 et au début des années 2000, l'économie japonaise était enlisée dans un environnement déflationniste, et la banque centrale japonaise a ramené les taux directeurs à un niveau proche de zéro. Dans la mesure où la déflation avait toutefois également touché les anticipations, les taux réels demeuraient sensiblement positifs, ce qui a obligé la banque centrale japonaise à mettre en œuvre une politique monétaire non conventionnelle, notamment sous la forme d'un assouplissement quantitatif. Alors que, dans le contexte de la crise actuelle,

(1) Dans le cas où la déflation tire son origine d'un choc d'offre positif, il est théoriquement possible de voir un tel mécanisme déflationniste se produire dans un régime d'équilibre augmentant. Il est dès lors peu probable qu'une déflation inattendue tende à se transformer au fil du temps en une mauvaise déflation.

GRAPHIQUE 3 TAUX D'INTERET DIRECTEUR NOMINAL ET REEL (en pourcentage)



Sources : Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.  
 (1) Inflation attendue pour l'année civile qui suit.  
 (2) Calculé comme étant la différence entre le taux directeur nominal et l'inflation anticipée.

des anticipations d'inflation négatives sont une nouvelle fois enregistrées au Japon, tel n'est pas le cas dans la zone euro (cf. infra pour de plus amples détails). On peut en déduire que la forte diminution des taux directeurs de la BCE a effectivement entraîné un assouplissement des conditions monétaires ; des taux d'intérêt réels plus faibles, voire négatifs à la fin de la période, pouvant stimuler l'activité économique.

### Augmentation de la charge réelle des dettes contractées antérieurement

Par ailleurs, en cas de déflation, la charge réelle des dettes contractées antérieurement augmente, la plupart des contrats d'endettement étant conclus en termes nominaux. Dans la mesure où la déflation fait souvent suite à une période d'octroi excessif de crédits, le processus de désendettement s'en trouve compliqué, ce qui, toutes autres choses restant égales, entraîne une nouvelle progression de la proposition à épargner et renforce l'affrètement de la demande. Ceci provoque à son tour une redistribution involontaire de la richesse ex post, des emprunteurs vers

les épargnants. Les emprunteurs ayant souvent une plus grande propension à consommer, cette redistribution exerce également un effet négatif supplémentaire sur la demande<sup>(1)</sup>. La situation économique s'étant déjà fortement détériorée, il s'ensuit également une vive progression des difficultés de remboursement et des défaillances, qui s'accompagne en outre souvent d'une baisse des cours des actifs, de sorte que la valeur des garanties des emprunts contractés diminue fortement. Dans une telle situation, les banques durciront les conditions de leurs octrois de crédits. Les problèmes de remboursement et les réductions de valeur des garanties peuvent également porter atteinte à la solvabilité des institutions financières et donc aggraver encore la crise. La poursuite d'un objectif de stabilité des prix et de lutte contre la déflation est dès lors également essentielle du point de vue de la stabilité financière.

(1) En principe, cet effet de redistribution ne diffère pas, dans les faits, de celui de l'inflation. Les récessions les plus profondes ont ainsi été observées à la fin des années 1980 et au début des années 1990, dans les pays qui avaient auparavant connu une période de progression de leur endettement (voir par exemple Groh & Westaway (2009) et King (1998)).

### Rigidité nominale à la baisse des salaires

Une troisième et importante rigidité nominale à la baisse a trait à la difficulté de faire baisser les salaires nominaux, même si la détérioration des conditions économiques ou la baisse du niveau général des prix semble légitimer un tel mouvement. Cela tient à ce que l'on appelle « l'illusion monétaire » des agents économiques : ces derniers se focalisent sur le salaire nominal plutôt que sur le salaire réel et considèrent dès lors systématiquement, et à tort, une baisse de salaire comme une baisse de pouvoir d'achat.

À court terme, un degré relativement élevé de rigidité nominale à la baisse des salaires peut être favorable, dans la mesure où il soutient le revenu disponible réel (et donc la demande) et aide à contenir dans un premier temps le problème du remboursement des prêts contractés, ce qui, au début, est susceptible de compenser la pression déflationniste. L'existence de rigidités complique cependant l'adaptation de l'économie réelle, *a fortiori* lorsque le choc à la baisse est de nature persistante. Un niveau trop élevé des salaires réels pèse ainsi finalement sur la rentabilité des entreprises, ce qui entraîne une progression du chômage et alourdit les répercussions du choc au niveau de la demande<sup>(1)</sup>. Cela semble impliquer que la zone euro, eu égard à son degré de rigidité plus élevé, est dans un premier temps mieux protégée contre l'émergence de la déflation que les États-Unis, mais que, une fois le processus déflationniste enclenché, elle serait par ailleurs plus lourdement frappée. De Grauwe (2009) remarque toutefois à cet égard que certaines caractéristiques spécifiques des économies dites rigides, telle l'existence d'un vaste système de sécurité sociale ou de salaires minimums, sont à même d'enrayer la dynamique déflationniste. Le revenu disponible, même s'il se contracte quelque peu, ne tombera en effet pas en deçà d'un seuil donné, ce qui continuera de soutenir la consommation et le remboursement des dettes. Selon ce raisonnement, les éventuelles conséquences néfastes de la rigidité accrue sont ainsi absorbées par la politique budgétaire, et plus particulièrement par les « stabilisateurs automatiques », dont on sait qu'ils sont plus importants en Europe qu'aux États-Unis. Le coût de ces derniers pour les pouvoirs publics serait inférieur aux efforts qu'ils devraient consentir en leur absence dans un environnement fortement déflationniste. Il convient toutefois de préciser que les possibilités budgétaires des pouvoirs publics et, dès lors, leur potentiel à stabiliser l'économie, ne sont pas illimités.

(1) Lorsque la déflation est le résultat d'un choc positif d'offre, une hausse du salaire augmente également, par exemple à la suite d'une hausse de la productivité.

en 1997). Un tel accroissement de la part des salaires qui demeurent inchangés est une caractéristique de la rigidité nominale à la baisse des salaires. Il semble néanmoins étonnant que la rigidité nominale à la baisse des salaires ne soit pas une donnée absolue en Suisse, étant donné que la part des salaires qui ont baissé a dans le même temps sensiblement augmenté entre 1991 et 1997 (passant de 11 p.c. en 1991 à 31 p.c. en 1997). A Hong Kong, un pays dont les caractéristiques institutionnelles du marché du travail sont très différentes de celles de la zone euro, l'indice des prix à la consommation a reculé, sur une base cumulée, de 16,3 p.c. au cours de la période comprise entre mai 1998 et août 2003. Un grand nombre de baisses de salaires ont néanmoins été enregistrées durant cette période, et la distribution des modifications salariales a en outre été symétrique (Gerlach, 2009). La question de savoir avec quelle ampleur le problème de la rigidité nominale à la baisse des salaires va se manifester dans un environnement éventuellement déflationniste reste dès lors ouverte.

### 3. Les risques de déflation dans le contexte actuel

Afin d'évaluer les risques de déflation dans le contexte actuel, sont analysés non seulement l'évolution récente de l'inflation, mais aussi les anticipations d'inflation de divers agents économiques à différents horizons. Les risques de déflation ne pouvant être dissociés du choc négatif sous-jacent affectant la demande, il est également tenu compte d'un large éventail d'indicateurs, en plus des mesures d'inflation.

#### Les baisses de prix sont-elles actuellement très répandues ?

L'évolution de l'inflation au niveau mondial se caractérise actuellement par un processus de désinflation (dans de nombreux cas, même d'inflation négative) à la suite du recul sensible des prix des produits alimentaires et énergétiques depuis l'été 2008. Avant cette période, les prix des produits énergétiques et, dans une moindre mesure, ceux des produits alimentaires avaient entraîné une forte poussée de l'inflation, laquelle avait atteint son niveau le plus élevé depuis des décennies dans les différentes économies développées. L'inflation sous-jacente, définie comme l'inflation totale à l'exclusion de l'énergie et des produits alimentaires, n'affiche en revanche qu'un repli modéré, tant dans la zone euro que dans de nombreuses autres économies industrialisées. En Belgique, la tendance baissière ne s'est déglacée qu'avec un certain retard, l'inflation sous-jacente ayant encore été influencée à la

hausse par les conséquences des indexations élevées de 2008 et du début de 2009.

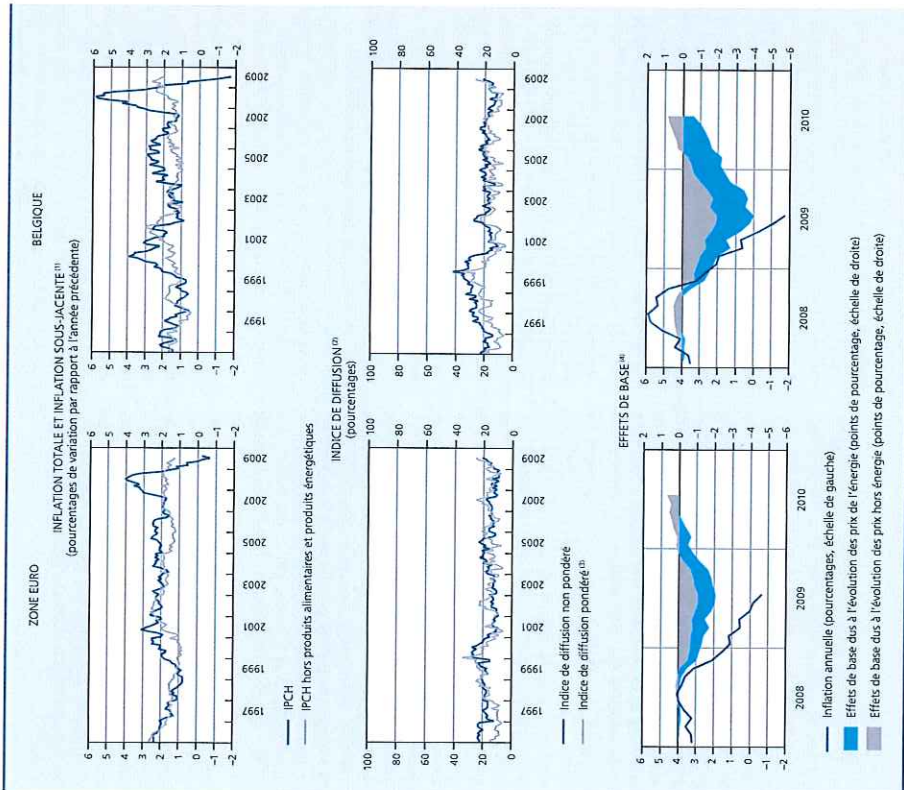
Ces éléments impliquent que la contraction de l'activité et, de manière générale, la faiblesse de la demande n'ont pas (encore) exercé d'effet marqué sur les prix des produits non alimentaires et non énergétiques et sur ceux des services dans la zone euro et, *a fortiori*, en Belgique. Cela signifie que le repli rapide de l'inflation tel qu'il a été observé au cours des derniers mois ne s'explique pas tant par une diminution du niveau général des prix que par des mouvements de prix relatifs. Considéré dans cette optique, le recul actuel de l'inflation se rapproche de la période de « bonne déflation » observée en Allemagne après le choc pétrolier inverse de 1986. C'est précisément parce que le ralentissement de l'inflation est imputable à des biens importés qu'il soutient le pouvoir d'achat dans les pays industrialisés, par le biais de l'amélioration des termes de l'échange et qu'il permet de résister aux forces négatives dans l'économie réelle. Ce phénomène peut difficilement être considéré comme un mécanisme déclenchant une spirale déflationniste néfaste, à moins que le recul marqué de l'inflation n'affecte les anticipations d'inflation.

Le fait que les baisses de prix ne sont pas (encore) généralisées ressort également de ce que l'on appelle l'indice de diffusion, qui donne la part en pourcentage des catégories de produits repris dans l'indice des prix à la consommation harmonisé dont les prix ont diminué sur une base annuelle. Cette mesure fait apparaître que, d'un point de vue structurel, les baisses de prix ne sont pas exceptionnelles, en particulier dans des secteurs qui se caractérisent par des gains importants de productivité, tels que les services de communication ou les produits multimédia. Cet indice ne semble pas non plus avoir sensiblement progressé au cours de la période récente, ce qui confirme que l'on n'observe pas de tendance générale à la baisse des prix dans la zone euro et en Belgique. C'est ce que fait apparaître l'indice de diffusion, qu'il soit pondéré ou non par les poids respectifs des catégories de produits dans l'IPC. Pour la Belgique, l'Institut des comptes nationaux (2009) est arrivé à des conclusions similaires sur la base des données individuelles de prix contenues dans l'indice des prix à la consommation.

Eu égard au net renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires au premier semestre de 2008, les effets dits de base<sup>(1)</sup> ont exercé une influence baissière

(1) L'effet de base reflète l'influence, sur le chiffre de l'inflation d'un mois déterminé, d'une évolution inhabituelle ou extrême durant la période de base, à savoir le trimestre précédent. L'effet de base est calculé en soustrayant à l'indice de base ce qu'il aurait été si la variation sur une base mensuelle durant la période de base par rapport au profil de variation habituel. Ces effets mensuels ont ensuite été cumulé depuis janvier 2008.

GRAPHIQUE 4 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ



Sources : CE, INB.  
 (1) Pour les produits énergétiques et produits alimentaires.  
 (2) Pour tous les autres produits.  
 (3) Pondéré par les poids respectifs de ces produits dans le calcul de l'indice de diffusion pondéré.  
 (4) Effets de base cumulés depuis janvier 2008. Ils représentent la contribution à la variation de l'inflation au cours d'un mois donné, qui est imputable à des mouvements importants au cours du mois correspondant à l'année précédente. Pour les calculer, la variation mensuelle de l'IPC a été comparée, pour chaque mois, au profil de variation annuel. Cette méthode permet de prévoir l'incidence des effets de base au cours des douze prochains mois.

plus vigoureusement en 2008. Au mois d'août 2009, l'incidence à la baisse des effets de base a toutefois commencé à s'affaiblir de sorte que, toutes autres choses restant égales par ailleurs, la tendance baissière de l'inflation devrait s'inverser. On ne peut toutefois pas dire avec certitude si ce phénomène se produira effectivement, ni connaître son amplitude. En effet, l'inflation des prochains mois sera déterminée non seulement par l'impact mécanique de ces effets de base, mais également par les évolutions de prix durant cette période, lesquelles dépendront à leur tour des mouvements de prix des matières premières et de la pression sur les prix résultant de la situation économique générale.

**Les baisses de prix vont-elles se prolonger ?**

Les anticipations d'inflation jouent un rôle crucial dans la détermination de l'inflation aujourd'hui et sont dès lors importantes pour évaluer les risques de déflation éventuels existant actuellement et dans un futur proche. Elles sont également capitales dans la détermination de l'orientation de la politique monétaire : dans le cas de taux directeurs nominaux très bas, l'action sur les anticipations d'inflation devient l'instrument majeur, sinon le seul instrument, permettant d'influencer les taux réels (cf. supra). Une analyse précise de l'évolution des anticipations d'inflation s'avère donc essentielle.

Dans le cadre de l'enquête mensuelle auprès des consommateurs de la Commission européenne, une question est posée concernant l'évolution attendue des prix à la consommation au cours des douze prochains mois, par rapport à celle des douze derniers mois. Cette statistique est convertie en un indicateur d'inflation comparable à l'IPC par le biais d'une procédure de standardisation. Il en ressort que l'inflation attendue calculée à partir de ces statistiques a sensiblement reculé depuis le mi-2008, tant dans la zone euro qu'en Belgique, et qu'elle est même devenue légèrement négative au cours des derniers mois. Ce mouvement correspond aux prévisions établies sur la base d'autres sources et confirme ainsi la valeur informative de cette mesure pourtant qualitative.

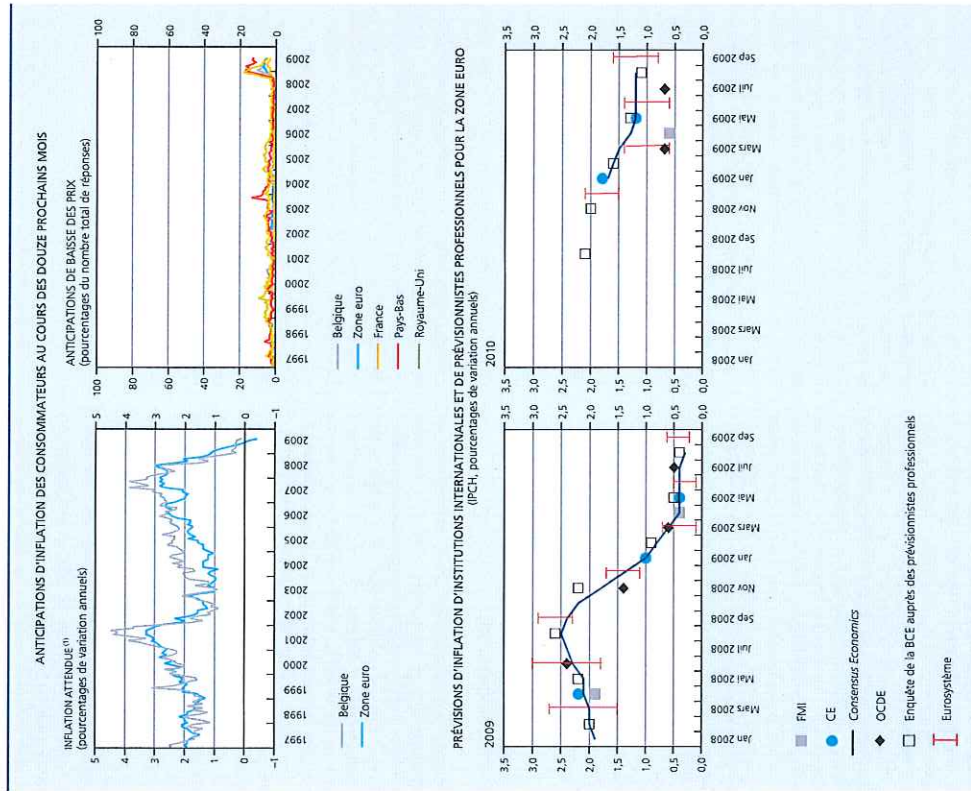
Il est intéressant, pour l'analyse du risque de déflation, d'examiner quelle proportion des consommateurs répond s'attendre à une baisse des prix à la consommation. Dans le passé, cette proportion était négligeable, à l'exception d'une légère progression observée aux Pays-Bas en 2003, lorsque le pays avait été touché par une contraction de l'activité associée à une guerre des prix dans le secteur de la distribution. Depuis peu, une part croissante des consommateurs de différents pays de la zone euro prévoit

une diminution des prix, mais ce pourcentage reste globalement limité.

Les prévisions d'inflation pour la zone euro réalisées par les organisations internationales et par d'autres prévisionnistes professionnels ont été sensiblement revues à la baisse depuis septembre 2008. Cela a été principalement le cas pour 2009 et, dans une moindre mesure, pour 2010, ce qui indique que ces prévisionnistes professionnels partent de l'hypothèse que l'inflation va de nouveau légèrement s'accroître par rapport au faible niveau qu'elle devrait atteindre en 2009. Ce point de vue est conforme au recul substantiel de l'incidence à la baisse des effets de base. Toutefois, les prévisions les plus récentes pour 2010 sont clairement en deçà de la limite supérieure de la définition quantitative de la stabilité des prix utilisée par le Conseil des gouverneurs de la BCE. Tous les prévisionnistes prévoient néanmoins toujours une inflation positive en 2010. Dans le même temps, l'incertitude s'est considérablement renforcée. Le fait que la dispersion des prévisions effectuées au premier semestre 2009 pour 2010 est plus importante que celle des prévisions effectuées au premier semestre 2008 pour 2009 l'atteste. L'horizon des prévisions étant identique dans les deux cas, cette dispersion plus élevée n'est pas imputable à des facteurs techniques, mais indique effectivement une plus grande incertitude intrinsèque pour les exercices les plus récents. Ce sont essentiellement les prévisions de l'OCDE et du FMI qui s'écartent nettement à la baisse des autres prévisions.

Une autre source importante de mesure des anticipations d'inflation dans la zone euro est l'enquête trimestrielle de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels. La valeur ajoutée de cette enquête réside non seulement dans le nombre élevé de participants – entre quarante et soixante –, mais aussi dans la fourniture d'informations relatives aux anticipations d'inflation à un, deux et cinq ans respectivement, en plus des prévisions concernant l'année civile en cours et la suivante. L'anticipation à cinq ans est particulièrement importante : en effet, s'agissant d'une anticipation à long terme, elle fournit des indications sur la crédibilité de la politique monétaire. Ces données montrent une fois encore que les prévisionnistes professionnels ont revu leurs prévisions à la baisse depuis septembre 2008, mais que l'amplitude de cette révision se réduit avec l'horizon temporel. D'après l'enquête la plus récente, la prévision moyenne d'inflation à un an (en fait, juin 2010) s'établit à 1,2 p.c., celle à deux ans (juin 2011) atteint 1,6 p.c. et celle à cinq ans 2 p.c. Même si les anticipations d'inflation à long terme restent ancrées à un niveau correspondant à la définition quantitative de la stabilité des prix, les données font apparaître que l'on table sur une certaine persistance de l'écart à la baisse

GRAPHIQUE 5 ANTICIPATIONS D'INFLATION A COURT TERME



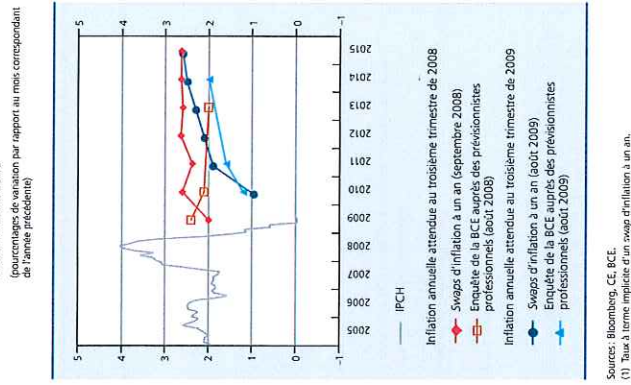
Sources : CE, FMI, OCDE, Consensus Economics, BCE, BNB.  
 (1) Selon des réponses à l'enquête de la CE, converti en un indicateur d'inflation comparable à l'IPC selon la procédure de standardisation décrite dans Auzanemano, L., M. Collin et T. Sangier (2007).

entre l'inflation et ses anticipations à long terme (au moins jusqu'en 2011).

Les anticipations d'inflation peuvent également être déduites de certains instruments des marchés financiers, tels que les obligations indexées et les swaps d'inflation, mais ces mesures doivent être interprétées avec une certaine prudence en cette période de volatilité accrue sur les marchés financiers. Cette réserve s'applique moins aux swaps d'inflation qu'aux anticipations d'inflation déduites des obligations indexées (BNB, 2009). C'est donc sur ces swaps que se base l'analyse ci-après. Les taux au comptant des swaps d'inflation permettent de calculer les taux à terme implicites des swaps d'inflation à un an, ces derniers reflétant pour les différentes périodes l'inflation IPCH attendue pour l'année suivante<sup>(1)</sup>. La valeur ajoutée de ces taux à terme implicites réside dans le fait que, contrairement aux enquêtes réalisées auprès des prévisionnistes professionnels, ils fournissent également des informations pour des horizons intermédiaires, c'est-à-dire pas uniquement à un, deux et cinq ans, mais aussi à trois et quatre ans. Ainsi, en septembre 2008, l'inflation attendue pour juin s'établissait à 2 p.c. pour l'année 2009 et à environ 2,5 p.c. pour les années suivantes, soit un niveau qui n'est pas nécessairement en contradiction avec la définition de la stabilité des prix : étant donné que les swaps d'inflation comportent également, outre l'anticipation d'inflation proprement dite, des primes de risque et de liquidité non négligeables. Depuis septembre 2008 néanmoins, les anticipations d'inflation pour les cinq à six prochaines années ont été revues à la baisse, principalement mais pas exclusivement pour les horizons les plus courts. S'il on se base sur les swaps d'inflation d'août 2009, on constate que les marchés financiers n'anticipent pas une inflation négative ou une déflation, mais bien un retour très progressif de l'inflation à des niveaux correspondant à la stabilité des prix. Il apparaît néanmoins que les anticipations à long terme sont restées bien ancrées. Si une période plus longue d'écarts à la baisse par rapport à la définition quantitative de la stabilité des prix devait effectivement survenir, le risque existe que les agents économiques voient graduellement à la baisse leur perception de l'objectif d'inflation de l'Eurosystème, ce qui accroîtrait évidemment le risque de déflation.

Cette évolution s'est aussi reflétée dans les projections d'inflation publiées en septembre 2009 par l'Eurosystème. Ces projections font partie d'un exercice macroéconomique cohérent et tiennent par conséquent compte des perspectives pour l'économie réelle<sup>(2)</sup>. Pour la zone euro, après avoir été négative durant l'été, en raison principalement d'effets de base, il est attendu que l'inflation augmente à nouveau légèrement. Selon les prévisions, l'inflation variera entre 0,8 et 1,6 p.c. en 2010. Ceci présuppose que l'inflation sous-jacente va poursuivre son

GRAPHIQUE 6 ANTICIPATIONS D'INFLATION A PLUS LONG TERME POUR LA ZONE EURO



Sources : Bloomberg, CE, BCE.  
 (1) Taux à terme implicite d'un swap d'inflation à un an.

repli, compte tenu de la disparition de la contribution négative de l'énergie. D'après le centre des intervalles publiés, il apparaît dès lors que le scénario de base ne table pas sur une inflation négative, en dépit du fait qu'en 2010 l'inflation serait nettement en deçà de la limite supérieure de 2 p.c. fixée dans la définition de la stabilité des prix. L'intervalle d'incertitude indique toutefois que des résultats inférieurs ou supérieurs sont possibles. Un recul plus prononcé de l'activité économique et/ou une reprise plus lente que prévu dans les projections de septembre 2009 peut conduire à une inflation plus faible. Un renchérissement des matières premières – les projections de septembre reposaient notamment sur un cours moyen du pétrole brut de 62,4 et 78,9 dollars par baril de Brent

(1) L'indice des prix à la consommation étant publié avec un certain retard, les données de swaps d'inflation reflètent l'inflation attendue pour le mois précédent. Ainsi, les données de swaps d'inflation publiées en août 2009 reflètent l'inflation attendue pour le mois de mai tandis que les données de swaps d'inflation publiées en septembre 2008 reflètent l'inflation attendue pour le mois de juin.  
 (2) Elles reposent sur l'analyse des anticipations du marché concernant les taux d'intérêt à court et à long termes et sur les cours implicites du pétrole brut que l'on peut déduire des contrats à terme, tandis que les cours de change bilatéraux ont été maintenus constants à leur valeur de la mi-août.

respectivement en 2009 et en 2010 – et/ou une reprise plus rapide de l'économie peut entraîner une hausse de l'inflation.

Sur le plan qualitatif, les projections d'inflation pour la Belgique publiées en juin 2009 par la Banque s'écartent peu de ce profil. Une brève période d'inflation négative au cours de la période mai-octobre 2009 serait suivie d'une légère accélération de l'inflation, laquelle s'établirait en moyenne à 1,3 p.c. en 2010. En 2009, l'inflation en Belgique (0,1 p.c. en moyenne) serait légèrement inférieure à celle de la zone euro. Cet écart d'inflation proviendrait du fait que la plus forte incidence baissière de l'énergie – l'inflation en Belgique y est traditionnellement plus sensible – ne serait pas entièrement compensée par le recul, plus lent en Belgique que dans la zone euro, de l'inflation sous-jacente. Ceci laisse à penser que des effets de second tour liés à l'inflation très élevée enregistrée en 2008 se seraient manifestés. L'impact de ce dernier facteur disparaît toutefois graduellement et l'indexation salariale favoriserait même la modération salariale en 2010. Les projections d'inflation relatives à la Belgique sont également incertaines. Cette incertitude est même plus grande que pour la zone euro, compte tenu de l'incidence plus prononcée qu'exerce l'évolution du cours du pétrole brut sur l'inflation en Belgique.

**Une approche plus large du risque de déflation : la méthodologie du FMI**

Alors que ce chapitre s'est jusqu'à présent concentré sur l'inflation et sur les anticipations d'inflation, il importe aussi de considérer un ensemble plus large de variables économiques en vue d'identifier de possibles risques déflationnistes. La déflation n'est en effet pas un phénomène qui se reflète uniquement dans l'évolution des prix étant donné qu'elle est de nature macroéconomique et qu'il existe d'évidentes interactions entre l'évolution des prix et de l'activité. En outre, les observations du passé montrent que la déflation est très difficile à prévoir. En effet, les rigidités dans la formation des prix et des salaires freinent dans un premier temps une baisse sensible de l'inflation (sous-jacente), alors que, dans les faits, elles peuvent masquer une forte pression baissière résultant d'un faible degré d'utilisation des capacités de production. Enfin, les indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation doivent être interprétés avec toute la prudence qui s'impose. En effet, ils sont établis non seulement sur la base de l'incidence attendue des chocs économiques, mais aussi en fonction de la réaction de politique (monétaire) attendue<sup>(1)</sup>. Si les agents économiques estiment que les autorités vont tout mettre en œuvre pour éviter la déflation, les anticipations

d'inflation demeureraient largement stables, surtout à long terme. On ne peut pas pour autant en déduire que la politique doit rester neutre.

Une approche plus large s'impose donc. Le FMI a développé à cette fin une méthodologie visant à présenter une large gamme de variables pertinentes de manière synthétique. Le FMI a ainsi créé le *deflation vulnerability indicator* (« indicateur de vulnérabilité à la déflation ») (FMI (2003) et Decressin et Laxton (2009)). Le FMI a sélectionné onze variables pertinentes pour la détection des risques déflationnistes. Un seuil est associé à chacune des cinq variables. Lorsque une variable est inférieure à son seuil, la valeur binaire 1 est accordée, ce qui traduit un risque déflationniste accru. Dans le cas contraire, la valeur binaire 0 est accordée. La moyenne de ces scores binaires fournit un indicateur standardisé prenant des valeurs comprises entre 0 et 1. Une valeur élevée (faible) de cet indicateur synthétique reflète un risque déflationniste élevé (faible). Compte tenu de sa construction, cet indicateur ne peut toutefois pas être interprété comme le calcul du pourcentage de risque de déflation. Dans le cadre du présent article, un indicateur synthétique a pu être calculé jusqu'au deuxième trimestre de 2009 inclus<sup>(2)</sup>. L'encadré 2 présente les onze variables sélectionnées ainsi que leur seuil respectif.

Comme on pouvait s'y attendre, la valeur de l'indicateur est élevée pour le Japon sur l'ensemble de la période observée. Une augmentation du risque a aussi été observée pour certains pays à la fin de 2002 et en 2003. Au cours de cette période, ce sont surtout la Suisse et la zone euro qui ont présenté un risque accru de déflation. Le FMI (2003) avait insisté à l'époque sur une hausse du risque de déflation en Allemagne. En revanche, l'indicateur pour les États-Unis était demeuré étonnamment bas en 2002-2003. Ce dernier résultat, reposant certes sur un indicateur relativement rudimentaire, est conforme aux conclusions d'autres études montrant que la politique monétaire y avait peut-être surestimé le risque déflationniste et avait été par conséquent trop accommodante. Taylor (2009) soutient par exemple que la politique monétaire a été trop laxiste et Jarocinsky et Smets (2008) estiment que cette politique monétaire laxiste a contribué au boom des prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis.

(1) Cf. règlement Gelbach (2009).  
(2) Dans la méthodologie initiale du FMI, certaines réponses ont été pondérées en fonction de la taille relative du marché des actions et du marché du crédit. Les données relatives à ces deux marchés ont été obtenues à partir d'un rapport aux résultats publiés précédemment par le FMI. Nous nous sommes alors appuyés sur l'utilisation de bases de données différentes et/ou de révisions. Les données utilisées dans le présent article sont trimestrielles.

**Encadré 2 – Mesure du risque déflationniste selon la méthodologie du FMI**

L'indicateur synthétique du risque déflationniste du FMI se compose de onze sous-indicateurs et des seuils y afférents, lesquels sont présentés ci-après. Ils peuvent être classés en quatre catégories. Premièrement, trois mesures générales de l'inflation sont prises en considération, dans la mesure où une faible inflation est logiquement considérée comme potentiellement problématique. Une déflation néfaste étant associée à un choc négatif de la demande, une série de variables se concentrant sur l'ampleur du choc de la demande et plus particulièrement sur l'importance des surcapacités de production dans l'économie a aussi été sélectionnée. L'évolution des prix des actifs est également un sous-indicateur. En effet, si certaines périodes déflationnistes néfastes sont précédées d'un boom-bust cycle des prix des actifs, l'évolution de ces derniers a de surcroît un effet majeur, qui peut être aggravant, sur le choc négatif de la demande par le biais d'effets de revenus et de richesse. Enfin, quatre sous-indicateurs sont axés sur les conditions monétaires, compte tenu du fait que la politique monétaire joue un rôle prépondérant dans la survenance ou non de la déflation.

**LES ONZE QUESTIONS DE L'INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU RISQUE DÉFLATIONNISTE DU FMI**

**Mesures de l'inflation**

L'inflation totale annuelle est-elle inférieure à 0,5 p.c. ?  
Le déflateur du PIB a-t-il augmenté de moins de 0,5 p.c. au cours de l'année précédente ?  
L'inflation sous-jacente annuelle est-elle inférieure à 0,5 p.c. ?

**Degré d'utilisation des capacités de production**

L'écart de production a-t-il diminué de plus de 2 points de pourcentage au cours des quatre trimestres précédents ?  
L'écart de production est-il inférieur à -2 p.c. ?

La croissance réelle moyenne du PIB au cours des trois dernières années est-elle inférieure à deux fois de la croissance réelle moyenne du PIB durant les dix années précédentes ?

**Prix des actifs**

Les prix des actions ont-ils reculé de plus de 30 p.c. ces trois dernières années ?

**Conditions monétaires**

Le cours de change effectif réel s'est-il apprécié de plus de 4 p.c. durant l'année précédente ?  
La croissance annuelle des crédits est-elle inférieure à la croissance nominale du PIB ?  
La croissance cumulative des crédits a-t-elle été inférieure à 10 p.c. ces trois dernières années ?  
La croissance de la masse monétaire large a-t-elle été inférieure de 2 points de pourcentage à celle de la base monétaire les deux années précédentes ?

Dans le cadre de l'interprétation de cet indicateur, il convient de préciser que ce dernier ne tient pas compte des anticipations d'inflation (en l'absence de mesures comparables entre les différents pays) et que les surcapacités de production sont extrêmement difficiles à mesurer précisément, du moins en temps réel. Enfin, la détermination du seuil afférent à chaque sous-indicateur n'est pas le fruit du hasard. Ces seuils sont surtout basés sur les expériences du Japon dans les années 1990, en raison du nombre limité de périodes déflationnistes récentes. Le fait que l'indicateur témoigne d'un risque déflationniste accru au Japon à la fin des années 1990 et au début des années 2000 n'est dès lors pas une surprise.

S'agissant de la période la plus récente, le risque déflationniste y est clairement plus grand que lors de la période 2002-2003.

Le fait que cet indicateur témoigne clairement d'un risque déflationniste accru n'est pas sans lien avec la politique monétaire menée dans les pays concernés depuis



#### 4. Options de politique dans un environnement déflationniste

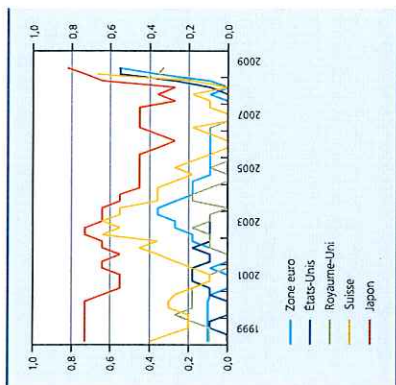
Le rôle crucial joué par la politique monétaire dans le processus de déflation a déjà été souligné dans le présent article. Les économistes s'accordent généralement sur le fait que la politique économique, qu'elle soit monétaire, budgétaire ou une combinaison des deux, est toujours en mesure de créer de l'inflation (Bernanke, 2002), de sorte qu'une déflation persistante peut en fin de compte être considérée soit comme une option de politique, soit comme un échec de la politique (Butler, 2003). Ce chapitre examine les différentes options de politique, en se référant à des exemples tirés du passé récent.

##### Mieux vaut prévenir que guérir

Nous avons déjà attiré l'attention sur le fait que la déflation peut s'accompagner d'un certain nombre de mécanismes amplificateurs qui n'apparaissent pas en cas d'inflation. Il est dès lors beaucoup plus difficile de relancer une économie déflationniste que de freiner les tensions inflationnistes dans une économie surchauffée. Par conséquent, dans le cas de la déflation, plus que jamais il vaut mieux prévenir que guérir.

Des mesures de prévention contre la déflation peuvent déjà être appliquées en période « non suspecte », lors de la définition de la stratégie de politique monétaire, en établissant une sorte de marge de sécurité contre les risques déflationnistes. C'est pourquoi les banques centrales définissent généralement la stabilité des prix comme une inflation basse, mais strictement positive. Ainsi, depuis 2003, la stabilité des prix dans la zone euro a été définie par le Conseil des gouverneurs de la BCE comme une progression sur un an de l'IPC inférieur à 2 p.c. – *mais proche de ce niveau* – dans la zone euro. Lorsque la prévision « mais proche de ce niveau » a été apportée en mai 2003, elle renvoyait explicitement aux risques de déflation. Cette marge de sécurité réduit la probabilité qu'en cas de choc négatif important affectant la demande, les taux directeurs atteignent leur limite inférieure. Ce dernier argument a été un des éléments pris explicitement en considération lors de la détermination de cette marge de sécurité pour la zone euro (Coenen, 2003). Il s'est en effet avéré que le risque que les taux directeurs atteignent leur limite inférieure augmentait de façon non linéaire pour des objectifs d'inflation inférieurs à 2 p.c. Il convient bien entendu d'évaluer l'avantage de la création d'une telle marge au regard des coûts éventuels d'une inflation positive dans des circonstances normales. L'objectif d'inflation d'autres banques centrales dotées

GRAPHIQUE 7  
INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU RISQUE DE DÉFLATION SELON LA MÉTHODOLOGIE DU FMI<sup>(1)</sup>  
(Moyenne des scores binaires de onze indicateurs pondérés)



Sources : FMI, IHB  
(1) Cf. FMI (2003) et la mise à jour proposée dans Decressin et Lakton (2009).

septembre 2008. Compte tenu de la forte régression de la pression inflationniste (et d'une menace de déflation), les taux directeurs ont été abaissés à un rythme sans précédent dans toutes ces économies et une politique monétaire expansionniste a été soutenue par l'adoption de mesures non conventionnelles. L'opposition entre la hausse du risque déflationniste mise en avant par la méthodologie du FMI et les observations précédentes selon lesquelles de nombreux autres indicateurs ne faisaient état que d'un risque limité n'est qu'une apparence. Ce paradoxe peut s'expliquer comme suit. Les prévisions et les anticipations d'inflation disponibles incorporent non seulement l'incidence attendue des chocs économiques mais aussi la forte réaction de politique monétaire et, dans de nombreux cas, l'anticipation (implicite) de nouvelles actions si la pression déflationniste venait à se manifester. C'est précisément en raison de cette stabilisation de la politique que le risque ex post est nettement inférieur au risque ex ante de déflation. L'indicateur du FMI mesure sans doute plus précisément le risque ex ante. Ce constat doit inciter les autorités à rester vigilantes et, le cas échéant, à adopter des mesures appropriées et fermes. Les options de politique économique en cas de risque accru de déflation ou de déflation tout court sont examinées en détail dans le chapitre suivant.

d'un tel objectif explicite se situe généralement entre 1 et 3 p.c.

Un objectif d'inflation quantitatif offre en outre une norme claire pour les anticipations d'inflation, de sorte que celles-ci peuvent être mieux ancrées et que le risque d'une spirale déflationniste diminue. Les banques centrales qui ont un objectif d'inflation explicite, comme l'Eurosystème, sont donc en principe mieux armées dans la lutte contre la déflation que celles qui n'en ont pas.

Ces éléments impliquent qu'un recul de l'inflation et des anticipations d'inflation sous le seuil associé à la stabilité des prix peut conduire à une adaptation de l'orientation de la politique monétaire, tout comme un dépassement de ce seuil. Un tel objectif symétrique de stabilité des prix – il existe en effet des risques à la hausse, mais aussi à la baisse pour la stabilité des prix – doit d'emblée être mis en évidence et systématiquement appliqué, afin de disposer d'une crédibilité suffisante lorsqu'un risque réel de déflation apparaît.

Lorsqu'à la suite d'une détérioration soudaine et sévère des données économiques fondamentales, un risque réel de déflation survient, la politique monétaire doit réagir de façon proactive – c'est-à-dire plus vigoureusement que dans des circonstances normales – par une baisse rapide et marquée des taux directeurs (cf. Ito (2009) et Orphanides (2009)). Lorsque les taux nominaux diminuent rapidement que les anticipations d'inflation, la politique monétaire peut garder un caractère suffisamment expansionniste via une réduction des taux réels, ce qui exerce un effet stabilisateur sur l'économie et contrecarre *in fine* le recul des anticipations d'inflation, de sorte que le risque que les taux directeurs atteignent effectivement leur limite inférieure se réduit. L'existence d'une limite inférieure pour les taux directeurs implique donc que l'instrument des taux soit utilisé de manière plus agressive que dans une situation (hypothétique) sans seuil (Adam et Billi, 2006) et qu'un usage mesuré de cet instrument, par exemple pour se réserver la possibilité de réduire encore les taux, n'est absolument pas indiqué dans de telles circonstances.

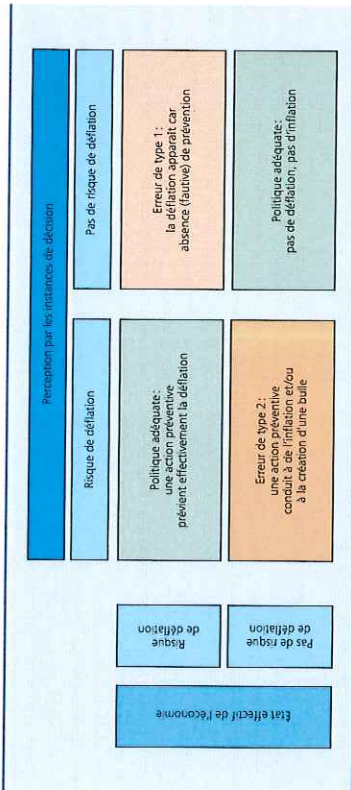
L'on notera que cette limite inférieure est en théorie égale à zéro, mais que dans la pratique, il faut tenir compte du fait qu'un taux très bas peut nuire à la rentabilité des banques et d'autres organismes financiers, ce qui a une incidence sur la transmission des impulsions données par la politique monétaire et sur la stabilité financière. Un des facteurs intervenant dans ce cadre est le fait que les banques appliquent, pour les dépôts de leurs clients, des taux d'intérêt qui s'écartent à la baisse des taux directeurs. Une fois que ces taux ont atteint leur

niveau zéro – ce qui arrive avant que les taux directeurs n'en fassent autant –, tout nouvel assouplissement de la politique monétaire exercera une pression sur la marge d'intérêt des banques, ou ne sera pas entièrement répercuté sur les taux débiteurs. Les conséquences d'une telle politique doivent être appréciées en prenant en compte le fait qu'un assouplissement supplémentaire exerce également des effets positifs sur la rentabilité du secteur financier, par le biais de l'amélioration de la conjoncture macroéconomique qu'elle doit en principe entraîner. Dans la pratique, il apparaît que, dans des circonstances exceptionnelles, les banques centrales adoptent des taux directeurs très bas, mais qui restent néanmoins strictement positifs<sup>(1)</sup>.

Outre la réduction des taux directeurs, les banques centrales peuvent prendre des mesures de politique monétaire dites non conventionnelles, comme elles l'ont fait ces derniers mois. La motivation des mesures récentes, présentées successivement ci-après, était triple. Tout d'abord, de la liquidité supplémentaire a été fournie pour garantir la stabilité financière, en d'autres termes, les banques centrales ont pleinement joué leur rôle de prêteur en dernier ressort au cours de la crise. Ensuite, certaines de ces mesures visaient à rétablir le bon fonctionnement des marchés monétaire et interbancaire et d'autres segments des marchés du crédit, afin que le mécanisme de transmission monétaire puisse continuer à fonctionner le mieux possible. Enfin, quelques mesures étaient inspirées par le fait que, dans certaines économies, les taux directeurs avaient été ramenés à un niveau très proche du minimum absolu. Une fois que les taux directeurs ont atteint ce seuil, la politique monétaire n'est toutefois pas impuissante par rapport à une pression déflationniste persistante. Dans de telles circonstances, l'accent de la politique monétaire peut en effet se déplacer de l'instrument traditionnel, c'est-à-dire les taux à court terme, vers d'autres aspects de la politique monétaire, tels que la quantité de liquidités, l'ampleur et la composition du bilan des banques centrales et le pilotage des taux d'intérêt à plus long terme. Il convient de souligner que toutes les mesures complémentaires prises récemment n'étaient pas explicitement liées au risque de déflation. Une telle association est en effet moins évidente pour les premier et deuxième types de mesures. Elles contribuent toutefois aussi, du moins indirectement, à la réduction des risques de déflation.

(1) Une exception à cela est la banque centrale de Suède qui a abaissé son taux directeur à zéro, mais qui a maintenu la stabilité de son bilan et le taux de la facilité de dépôt a été maintenu à 100 points de base, le taux de la facilité de dépôt a été baissé à -0,25 p.c.

GRAPHIQUE 8 COMPLEXITÉ DE LA CONDUITE DE LA POLITIQUE « EN TEMPS RÉEL »



A côté de la politique monétaire, la politique budgétaire peut aussi contribuer à la limitation des risques déflationnistes. Lorsque des périodes de déflation vont de pair avec des risques pour la stabilité financière – ce qui est souvent le cas –, il est essentiel que les problèmes de solvabilité des banques soient traités sans retard. En effet, une des leçons qui peut être tirée de la stagnation de l'économie japonaise dans les années 1990 et 2000 est que les hésitations dans ce domaine ont allongé la période de crise. La politique budgétaire peut également créer des incitants macroéconomiques, par le biais des stabilisateurs dits automatiques, dont l'effet peut être renforcé par un plan d'action complémentaire. Pour que la politique budgétaire soit couronnée de succès, elle doit être centrée le plus possible sur des mesures produisant un effet multiplicateur maximal. Il convient en outre de veiller à la soutenabilité à long terme des finances publiques, au risque de voir apparaître des effets « ricardiens » pesant sur l'efficacité de la politique budgétaire. Cette politique ne peut dès lors pas être menée sans restriction. Un autre article de la présente Revue économique détaille la politique budgétaire menée dans les États membres de l'UE et aux États-Unis.

Étant donné que la déflation survient souvent de manière tout à fait inattendue et qu'il n'est pas facile d'établir une distinction entre un ralentissement sensible de la croissance ou une récession faisant partie d'un cycle économique plus ou moins normal, quoique très prononcé, d'une part, et une récession pouvant entraîner l'apparition d'une spirale déflationniste, d'autre part, la politique est souvent confrontée dans la pratique à un défi complexe : évaluer correctement la situation très rapidement, en « temps réel » – c'est-à-dire sur la base des données disponibles au moment de la prise de décision – et adopter la réaction de politique appropriée. Étant donné le caractère en « temps réel » des décisions, des erreurs dites de type 1 et de type 2, termes empruntés à la statistique, peuvent être commises. On parle d'erreur de type 1 lorsque la politique n'est pas centrée sur la prévention de la déflation, alors qu'il existe un réel danger déflationniste. Le risque est grand dans ce cas que de la déflation survienne effectivement, en égard à la sous-estimation du risque déflationniste et à la réaction de politique trop modérée. Une erreur de type 2 consiste à mener une politique résolument anti-déflationniste, alors qu'il n'existe aucun risque déflationniste réel. Il en résultera une politique trop accommodante qui conduira à de l'inflation et/ou à l'apparition d'une bulle. À la suite de l'éclatement de celle-ci, la politique peut de nouveau être confrontée à des défis importants, éventuellement même à des risques déflationnistes. Une erreur de type 1 est généralement considérée comme plus grave en raison des coûts importants qu'engendre une période déflationniste en termes de bien-être. Par rapport à une erreur de type 1, celle de type 2 peut être considérée comme le paiement d'une prime d'assurance. Mais le coût de la prime d'assurance peut dans certains cas s'avérer très élevé, les erreurs de type 2 pouvant également avoir des conséquences non négligeables. Ainsi, une analyse *ex post* de la politique monétaire des États-Unis en 2003-2004 pourrait conduire à la conclusion que le risque déflationniste a été surestimé et donc qu'une politique monétaire trop expansionniste a été menée, ce qui a pu contribuer à l'apparition d'une bulle sur les marchés immobilier et du crédit. L'éclatement de

cette bulle est à son tour à l'origine des problèmes économiques actuels.

Tous ces éléments rendent la conduite de la politique plus complexe, surtout en ce qui concerne l'application de l'adage : « mieux vaut prévenir que guérir ».

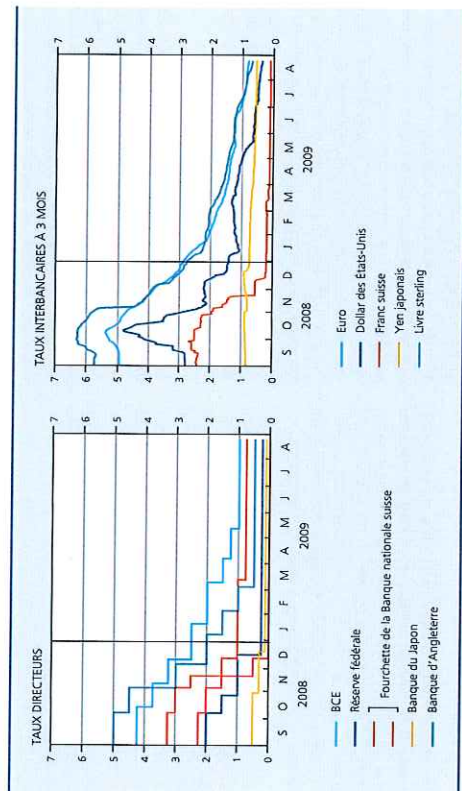
**Bref aperçu de la politique menée à partir de septembre 2008**

Lorsqu'à partir de septembre 2008, les troubles financiers se sont transformés en une véritable crise économique et financière exerçant une incidence significative sur l'économie réelle, les principales banques centrales ont toutes réduit sensiblement leurs taux directeurs, compte tenu de la pression à la baisse qui s'exerçait sur l'inflation. La première intervention, début octobre, a pris la forme d'une action concertée : les banques centrales ont ensuite continué de réduire leurs taux directeurs au fur et à mesure que le choc négatif affectant la demande s'intensifiait et que la pression (attendue) sur les prix diminuait. Les baisses de taux cumulées dans les différents pays et leur succession rapide montrent que toutes les banques centrales ont opté pour un assouplissement marqué de leur politique monétaire, en vue de réaliser leurs objectifs et de réduire ainsi le risque de déflation. Les différences entre les taux

directeurs des diverses économies sont généralement plus importantes que celles entre les taux du marché monétaire, plus pertinents pour la transmission à l'économie. Ainsi, le taux directeur britannique est nettement inférieur à celui de la zone euro, mais l'Euribor à trois mois est à peu près au même niveau que le Libor à trois mois. Lorsqu'on compare la zone euro avec les États-Unis, la différence est également moins marquée pour le taux du marché monétaire à trois mois que pour le taux directeur.

Depuis l'éclatement de la crise financière, la plupart des banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles, en plus de ces réductions de taux importantes. Certaines mesures, comme la fourniture de liquidités aux fins de garantir la stabilité financière, ont été mises en œuvre quel que soit le niveau des taux directeurs. D'autres mesures, en revanche, ont eu pour objectif explicite de poursuivre l'assouplissement de la politique monétaire. Cela signifie concrètement que la banque centrale tente de piloter à la baisse les taux réels du marché, éventuellement ceux à plus long terme, soit en influençant les écarts de taux, soit en maintenant ou en créant des anticipations d'inflation positives suffisantes. Un bref aperçu schématisé de ces mesures non conventionnelles est présenté ci-après, étant entendu que toute approche exhaustive sortirait du cadre du présent article. Une répartition en six grandes catégories s'est avérée utile

GRAPHIQUE 9 TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME



Source : Thomson Reuters Datastream.

**TABLEAU 1** POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE

	Eurosysteme	Reserve fédérale	Banque du Japon (jusqu'en mars 2006)	Banque d'Angleterre	Banque nationale suisse
Large octroi de liquidités .....	X	X	X	X	X
Assouplissement quantitatif .....			X		
Assouplissement du crédit .....					
Obligations d'État .....		X	X	X	
Titres de créance privés .....	X	X	X	X	X
Communication sur la future trajectoire des taux .....		X			
Taux de change .....					
Objectif de niveau des prix .....					X

à cet égard, même si des classifications un peu différentes sont parfois utilisées dans la littérature.

Depuis l'émergence des turbulences financières en juillet 2007, presque toutes les banques centrales ont commencé par octroyer davantage de liquidités. À cette fin, les opérations de refinancement ont été ouvertes à un éventail plus large de contreparties, des liquidités ont été accordées en devises par les banques centrales et/ou la manière dont les liquidités demandées sont octroyées a été adaptée. Par ailleurs, la plupart des banques centrales ont de plus en plus fourni des liquidités à plus long terme et la liste des garanties éligibles a été élargie. Cet apport plus abondant de liquidités visait principalement à éviter que les besoins de liquidité auxquels devaient faire face des institutions individuelles, compte tenu du non-fonctionnement du marché interbancaire, se transforment en risques pesant sur la solvabilité et accroissent le risque systémique. Il a en outre réduit l'incertitude quant aux besoins de financement des institutions financières et a contribué à compenser la contraction des multiplicateurs monétaires et de crédit, ce qui a probablement eu un effet de soutien sur l'octroi de crédits de ces institutions. Cette politique était donc motivée par des raisons de stabilité financière et, dans une certaine mesure, de politique monétaire.

De son côté, l'assouplissement quantitatif se concentre sur le passif du bilan des banques centrales, et plus particulièrement sur les réserves des banques. L'élargissement voulu des réserves des banques par le biais des opérations d'open market, comme l'achat de titres publics, devrait en principe accroître l'octroi de crédits ou conduire à la détention d'actifs plus risqués, ou encore à maintenir ou à générer des anticipations d'inflation suffisamment élevées. Seule la Banque centrale du Japon a, dans un

de celui-ci. L'assouplissement du crédit renvoie généralement à l'achat d'actifs, tels que les titres de créance émis par le secteur privé ou par l'État, les principaux objectifs consistant à créer des conditions de financement plus favorables dans l'économie et/ou à améliorer le fonctionnement de certains segments des marchés du crédit qui ont été durement touchés par la crise financière. Tandis que l'achat de titres de créance du secteur privé a surtout pour objet d'assurer la liquidité sur un certain segment du marché et de réduire les spreads pour ces actifs, l'achat de titres publics vise plutôt à aplatir la courbe des taux (sans risque). Les deux contribuent à réduire les spreads et à maintenir ou à créer des anticipations d'inflation positives, si bien que les conditions de financement réelles demeurent suffisamment expansionnistes. Les mesures de politique monétaire non conventionnelles les plus récentes décidées par le Conseil des gouverneurs de la BCE lors de ses réunions des 7 mai et 4 juin derniers sont aussi à inclure dans cette catégorie.

La courbe des taux peut par ailleurs être lissée en communiquant sur le niveau futur des taux et, plus spécifiquement, en annonçant, une fois que les taux directeurs ont atteint leur plancher, que ceux-ci resteront à un niveau très bas durant une longue période. Certaines banques centrales comme la Riksbank suédoise et la banque centrale de Norvège publient systématiquement le niveau futur de leurs taux d'intérêt directeurs, même dans des conditions plus normales. Les grandes banques centrales ne le font toutefois pas. Seule la Réserve fédérale a annoncé en décembre 2008, après avoir ramené son taux directeur à 0,25 p.c., qu'elle allait le maintenir à un niveau très bas pendant un certain temps (« for some time »).

Dans une économie ouverte, une politique axée sur la dépréciation du cours de change peut aussi assouplir les conditions monétaires et contribuer à la création d'anticipations d'inflation positives<sup>(1)</sup>. Jusqu'à présent, seule la Banque centrale de Suisse a opté pour une telle politique, en annonçant le 12 mars dernier que des mesures seront prises pour éviter une nouvelle appréciation du franc suisse par rapport à l'euro. Ce n'est pas un hasard s'il s'agit de la banque centrale d'une petite économie ouverte. Compte tenu du caractère synchronisé et mondial de la crise actuelle, cet instrument peut difficilement être considéré comme efficace. En effet, toutes les banques centrales ne peuvent pas décider simultanément d'une dépréciation. En outre, une telle politique peut être perçue comme l'exportation des problèmes domestiques (*beggar thy neighbour*) et engendrer des réactions protectionnistes, qui ne feront qu'aggraver la crise.

Enfin, la littérature indique souvent que la poursuite d'un objectif clair en matière de niveau des prix plutôt que d'inflation est susceptible de mieux protéger l'économie contre une spirale déflationniste. Si un tel objectif relatif au niveau futur des prix est crédible, une baisse du niveau des prix, résultant d'un important choc négatif de la demande, engendre automatiquement une hausse des anticipations d'inflation, ce qui exerce un effet baissier supplémentaire sur les taux d'intérêt réels. Un stabilisateur automatique est ainsi actionné. La poursuite d'un objectif en matière de niveau des prix correspond à la poursuite d'un objectif concernant l'inflation moyenne calculée sur une plus longue période, cinq ans par exemple. Alors que le potentiel de stabilisation plus élevé d'une telle stratégie ressort clairement de simulations de modèles, celle-ci n'est appliquée par aucune grande banque centrale à l'heure actuelle. Par ailleurs, Walsh (2009) argumente qu'un contexte déflationniste n'est pas propice à une transition vers une stratégie de ciblage du niveau des prix qui n'a pas encore pu faire ses preuves et manquerait par conséquent de crédibilité.

Le degré d'utilisation de mesures non conventionnelles par les différentes banques centrales et le type de mesures qu'elles ont choisi dépendent de plusieurs facteurs. Les inventories tous sortaient du cadre du présent article, raison pour laquelle seuls les principaux seront brièvement présentés. La situation macroéconomique des économies nationales est naturellement le principal facteur déterminant. On peut considérer qu'un risque accru de déflation conduit en règle générale à une réaction de politique monétaire plus prononcée. Les caractéristiques structurelles des différentes économies ont aussi une influence, principalement sur le choix des mesures. Ainsi, dans la zone euro, la politique monétaire cible actuellement le canal de transmission bancaire, étant donné que l'économie se finance surtout via les banques. En revanche, aux États-Unis et au Royaume-Uni la politique monétaire se concentre plus sur certains segments du marché financier, le financement direct de l'économie via le marché étant nettement plus important dans ces pays. Enfin, les préférences des décideurs peuvent différer, essentiellement au niveau de la prévention des erreurs de type 1 et de type 2, ce qui peut exercer une incidence sur les choix finaux.

(1) Selon certaines économistes, il s'agit de la façon la plus efficace de créer des anticipations d'inflation positives (Evensen, 2003).

### Encadré 3 – Les mesures de politique monétaire non conventionnelles de l'Eurosystème

Directement après l'aggravation de la crise financière en septembre 2008, l'Eurosystème a adopté une première série de mesures non conventionnelles qui sont toujours en vigueur à l'heure actuelle. Ainsi, depuis le 15 octobre, les liquidités sont fournies à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie, si bien que la demande de réserves émanant des banques est pleinement satisfaite. Par ailleurs, une part plus importante des liquidités est octroyée à plus long terme. A cette fin, des opérations de refinancement assorties d'une échéance correspondant à la durée de la période de constitution des réserves (un mois environ) et des opérations de refinancement d'une échéance de six mois sont venues s'ajouter aux opérations à plus long terme de trois mois déjà existantes. De plus, les banques peuvent aussi obtenir auprès de l'Eurosystème des liquidités en dollar des États-Unis et en franc suisse, tandis que des euros sont mis à la disposition d'une série d'autres banques centrales afin de leur permettre de fournir des liquidités en euro à leurs contreparties. Enfin, compte tenu du net accroissement du montant des liquidités octroyées, la liste des garanties éligibles a été temporairement élargie. Il a de plus été annoncé assez rapidement que la plupart de ces mesures resteraient en vigueur jusqu'à la fin de 2009 (au moins).

Une des conséquences de ces mesures est l'apparition d'un excédent de liquidités au niveau du secteur bancaire consolidé, lequel a été placé à un taux pénalisant en recourant à la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Il en a résulté une pression baissière sur le taux d'intérêt au jour le jour. Ainsi, durant cette période, l'Eonia s'est sensiblement écarté à la baisse du taux directeur central, alors que l'octroi de liquidités avait auparavant pour objet de stabiliser l'Eonia à un niveau proche du taux directeur. Une partie des primes plus élevées comprises dans les taux d'intérêt à terme sur le segment non garanti du marché monétaire a ainsi pu être neutralisée. Ce sont ces taux qui sont pertinents pour la transmission de la politique monétaire.

Compte tenu de la persistance de risques baissiers pesant sur la stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté trois nouvelles mesures les 7 mai et 4 juin derniers.

Premièrement, la Banque européenne d'investissement (BEI) est reconnue comme une contrepartie éligible aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. L'objectif final de cette mesure est de soutenir l'octroi de crédits aux PME. La mesure doit en effet aider la BEI à satisfaire à la demande supplémentaire de prêts, laquelle est évaluée à 10 milliards, ce qui, compte tenu des ratios d'endettement standard, pourrait conduire à une extension totale de 40 milliards du volume de prêts consentis aux PME.

Deuxièmement, il a été décidé de lancer des opérations de refinancement à plus long terme, assorties d'une échéance de douze mois, en juin, en septembre et en décembre 2009. Ces opérations de refinancement supplémentaires augmenteront encore l'octroi structurel de liquidités, ce qui accroît le confort offert aux banques. De plus, on peut supposer qu'elles contribueront aussi à un aplatissement de la courbe des taux sur le marché monétaire. Ces opérations seront également réalisées sous la forme d'appels d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie. Alors qu'il a été décidé de conduire les opérations de juin et de septembre au taux directeur central, qui s'élevait alors à 1 p.c., pour l'opération de décembre, le taux directeur central en vigueur pourra éventuellement être augmenté d'une prime. En raison de l'interaction entre les diverses mesures, le Conseil des gouverneurs a par ailleurs décidé de prolonger l'extension de la liste des garanties éligibles jusqu'en décembre 2010, soit le mois durant lequel se clôturera l'opération de refinancement d'une durée de douze mois lancée en décembre 2009.

Troisièmement, il a été décidé d'acheter un portefeuille d'obligations sécurisées pour un montant de 60 milliards. Ces achats seront répartis sur la période juillet 2009 – juin 2010 et se feront tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire. Le choix des obligations sécurisées est doublement motivé. Premièrement, ces obligations sont surtout émises par des banques. En augmentant la liquidité sur ce segment de marché durement touché par la crise financière et en réduisant les spreads par rapport aux taux sans risque, l'objectif est d'améliorer

le financement à long terme des banques et, partant, de soutenir l'octroi de crédits au secteur non bancaire. En outre, le secteur bancaire est le principal détenteur d'obligations sécurisées, si bien que les achats sur le marché secondaire fournissent aussi des liquidités supplémentaires aux banques ou leur permettent au moins de réduire leur levier d'endettement sans mettre sous pression le volume des prêts consentis aux ménages et aux entreprises. Le nouvel assouplissement de la politique monétaire reste donc clairement axé sur le canal de transmission bancaire, lequel est important en zone euro. Deuxièmement, les obligations sécurisées ont un profil de risque peu élevé. Le détenteur dispose en effet d'une double créance : une créance sur l'émetteur de l'obligation sécurisée (souvent une banque) et, en cas de défaillance de ce dernier, une créance sur une réserve d'actifs sous-jacents (souvent des prêts hypothécaires ou des prêts à des États) que l'émetteur doit détenir pour couvrir l'obligation. Ainsi, le risque lié à ces achats demeure maîtrisable pour l'Eurosystème.

### Conclusion

Depuis septembre 2008, on décèle indéniablement, dans la zone euro comme dans la plupart des économies développées, des éléments attestant un risque ex ante accru de mauvaise déflation. Celle-ci a déjà très souvent été déclenchée par un choc de demande négatif, découlant d'une crise financière, mais également aggravé par celle-ci, et faisant suite à l'éclosion d'une bulle liée à divers cours d'actifs. L'évaluation prompte et correcte de ce risque accru de déflation a néanmoins incité les autorités responsables à mener une politique fortement expansionniste. Les mesures de soutien des banques, les plans de relance menés par les différents gouvernements et les baisses de taux assorties de mesures non conventionnelles auxquelles ont procédé les banques centrales partout dans le monde ont sensiblement réduit le risque de déflation. Une réaction aussi résolue de la part des autorités responsables s'inscrit en net contraste avec ce que l'on observait à l'époque de la Grande Dépression. Il en résulte notamment que les anticipations d'inflation sont demeurées positives et bien ancrées. Les analyses en la matière ont été axées sur la zone euro (et, lorsque c'était possible, également sur la Belgique), elles ont démontré que la situation actuelle d'inflation (légèrement) négative sera vraisemblablement de courte durée. Il devrait s'ensuivre une inflation faible, mais néanmoins positive. Le scénario de base ne repose dès lors pas sur la déflation, d'autant plus que, récemment, un nombre croissant d'indicateurs faisant état d'une stabilisation de l'économie sont apparus.

La politique monétaire sera néanmoins confrontée à deux défis majeurs dans un proche avenir.

D'une part, il conviendra d'éviter que les baisses de prix qui se sont reflétées dans les taux d'inflation durant l'été ne se répercutent sur les anticipations relatives à

l'évolution du niveau général des prix, aggravant le risque de spirale déflationniste. C'est la raison pour laquelle les informations relatives à l'analyse de l'inflation doivent être diffusées de manière claire et crédible. Le présent article a tenté de contribuer à la réalisation de cet objectif. Il a plus particulièrement souligné que le vif repli de l'inflation observé ces derniers mois est le signe non pas d'une mauvaise déflation mais d'une inflation négative faisant suite à des adaptations des prix relatifs et que l'on ne constate pas aujourd'hui de baisses de prix largement répandues. Ce net recul de l'inflation – des valeurs négatives ont été enregistrées durant l'été 2009 – est en effet essentiellement imputable à la baisse du cours du pétrole brut de la fin de l'année dernière, qui est en elle-même un facteur de soutien du pouvoir d'achat des économies importatrices de pétrole et peut dès lors difficilement être considérée comme un mécanisme susceptible de déclencher une spirale déflationniste néfaste. La stratégie de politique monétaire de l'Eurosystème recèle tous les éléments permettant de relever ce défi. La définition quantitative de la stabilité des prix ne constitue pas seulement un bon ancrage des anticipations d'inflation. Son orientation à moyen terme explicite indique aussi qu'un écart de courte durée – à la hausse comme à la baisse – entre l'inflation et le niveau qui correspond à la stabilité des prix n'est guère pertinent du point de vue de la politique monétaire.

D'autre part, la politique monétaire doit demeurer vigilante, afin d'éviter tant les erreurs de type 1 que celles de type 2 dont il est question dans cet article. L'incertitude qui caractérise les prévisions macroéconomiques, y compris les anticipations d'inflation, à court comme à moyen terme, est en effet particulièrement importante.

Primo, on ne peut affirmer avec certitude que le danger de déflation soit définitivement écarté, dans la mesure où il subsiste des risques de diminution de l'activité. Ainsi, il n'est pas exclu que, après s'être redressée, l'économie

se contracte à nouveau quand le soutien, en principe de courte durée, apporté par la reconstitution de stocks et les impulsions de la politique budgétaire sera épuisé, ou que le redressement soit plus long à venir qu'attendu, par exemple en raison de problèmes persistants dans le secteur bancaire. Dans les deux cas, l'inflation subirait des pressions à la baisse supplémentaires, et un nouvel assouplissement de la politique monétaire pourrait être nécessaire. À cet égard, le Conseil des gouverneurs de la BCE a notamment souligné que les taux directeurs, désormais fixés à 1 p.c. n'ont pas nécessairement atteint leur niveau plancher, même si, eu égard à la situation macro-économique générale, ce niveau a été qualifié d'adéquat durant l'été.

Secundo, le risque existe que les impulsions monétaires massives des derniers mois ne soient pas interrompues à temps, surtout si l'économie se redressait plus vite que prévu. Il convient par conséquent de surveiller de près le retournement que la plupart des indicateurs de conjoncture et les prix des matières premières ont laissé entrevoir ces derniers mois.

## Bibliographie

- Adam K. et R. Billi (2006), *Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 38 (7), 1877-1905, October.
- Aheame A., J. Gagnon, J. Haltmaier et S. Kamin (2002), *Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s*, International Finance Discussion Papers 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, June.
- Aucremmanne L., M. Collin et T. Stragier (2007), *Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: is the credibility of the HICP at stake?*, NBB Working Paper 112.
- Banque nationale de Belgique (2009), *Rapport 2008: Évolution économique et financière*.
- Bernanke B. (2002), *Deflation – making sure «it» doesn't happen here*, Lecture at the National Economists Club, Washington, November.
- Bini Smaghi L. (2008), *Careful with (the «d's») words*, Lecture at the European Colloquia Series, Venezia, November.
- Bordo M. et A. Filardo (2005), *Deflation in a historical perspective*, BIS Working Paper 186.
- Borio C. et A. Filardo (2004), *Back to the future? Assessing the deflation record*, BIS Working Paper 152.
- Butler W. (2003), *Should we worry about deflation? Prevention and cure*, McKenna Lecture on International Trade and Economics, November.
- Coenen G. (2003), *Zero Lower Bound – is it a problem with the euro area?*, ECB Working Paper 269, September.
- Decressin J. et D. Laxton (2009), *Gauging risks for deflation*, IMF Staff Position Note, January.
- De Grauwe P. (2009), *Flexibility gives way to rigidity's virtues*, Financial Times, 22 February.
- Duarte C. (2008), *A sectoral perspective on nominal and real wage rigidity in Portugal*, Bank of Portugal Economic Bulletin, 14(3), Autumn.
- Du Caju P., C. Fuss et L. Wintr (2007), *Downward wage rigidity for different workers and firms, an evaluation for Belgium using the IMFP procedure*, ECB, Working paper n° 870, December.
- Fehr E. et L. Goette (2005), *Robustness and real consequences of nominal wage rigidity*, Journal of Monetary Economics, vol. 52(4), 779-804, May 2005.
- FMI (2003), *Deflation: Determinants, risks, and policy options*, April.
- Gerlach S. (2009), *The risk of deflation*, dans *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, CEPR.
- Groth C. et P. Westaway (2003), *Deflation*, Bank of England Inflation Report, February.
- Institut des comptes nationaux (2009), *Analyse des prix: deuxième rapport trimestriel 2009*.
- Ito T. (2009), *Zero interest rate policy (ZIRP) and quantitative easing (QE)*, dans *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, CEPR.
- Jarocinski M. et F. Smets (2008), *House prices and the stance of monetary policy*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July, 339-366.

- King M. (1994), *Debt deflation: Theory and evidence*, European Economic Review, Vol. 38, 419-45.
- Orphanides, A. (2009), *The international financial turmoil and the economy*, Lecture at the Institute of Certified Public Accountants, January.
- Svensson L. E.O. (2003), *Escaping from a liquidity trap and deflation: The foolproof way and others*, Journal of Economic Perspectives 17(4), 145-166.
- Svensson L. E.O. (2009), *Monetary policy with a zero interest rate*, February.
- Taylor J.B. (2009), *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, NBER Working paper 14631, January.
- Walsh C. (2009), *Using monetary policy to stabilize economic activity*, Paper presented at the Jackson Hole Symposium on financial stability and macroeconomic policy.
- White W. (1990), *The stock market boom and crash of 1929 revisited*, Journal of Economic Perspectives, 67-83.
- White W. (2006), *Is price stability enough?*, BIS Working Paper 205.







# Déflation

## La nouvelle menace?

Manmohan S. Kumar



**C**ES DERNIERS mois, les craintes d'une déflation mondiale se sont accrues. Des observateurs tels que Stephen Roach ont mis l'accent sur les vulnérabilités de l'économie mondiale et, dans un discours devant l'Economic Club of New York en décembre 2002, Alan Greenspan, Président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain, a noté qu'il était crucial de s'attaquer aux pressions déflationnistes latentes bien avant qu'elles ne deviennent un problème. C'est la deuxième fois en cinq ans que la déflation devient un sujet de préoccupation — la première fois, c'était en 1997 et 1998, à la suite de la crise financière asiatique. C'est un changement radical, puisque l'inflation était au centre de toutes les préoccupations depuis la fin de la deuxième guerre mondiale.

Cette fois, ce fut provoqué par la déflation en cours au Japon (voir page 55), la déflation en Chine continentale et dans plusieurs autres pays d'Asie à marché émergent et la chute de l'inflation dans les pays industrialisés. Dans les pays industrialisés, l'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, est tombée au-dessous de 2 %, un record depuis les années 50 (graphique 1), tandis que l'inflation dans les pays à marché émergent est la plus faible depuis la fin des années 60.

Une inflation faible (moins de 2 %) présente des avantages substantiels, par exemple une affirmation des ressources plus efficiente et une réduction de l'incertitude. Mais, dans la situation économique actuelle — atonie de l'activité, augmentation des capacités excédentaires et effets prolongés de l'éclatement de la bulle des marchés boursiers, combinés aux changements structurels en cours dans l'économie mondiale —, une inflation faible peut accroître le risque de déflation.

### Pourquoi la déflation est-elle nocive?

La déflation peut être relativement modérée — les indices de prix globaux ne baissent que de 1 % environ — et temporaire — quelques trimestres seulement; ou être modérée mais persister pendant plusieurs années; ou être durable et violente, une stagnation de l'économie et un chômage élevé accompagnant la baisse des prix et des coûts, comme lors de la grande crise des années 30, la déflation la plus grave du XX<sup>e</sup> siècle.

Le premier type de déflation — observé, par exemple, au Canada, en Norvège et en Suède à la fin des années 80 — résulte parfois d'une défiance cyclique de la demande ou d'un choc affectant la demande, notamment une baisse de la demande qui résulte de l'éclatement d'une bulle des prix des actifs. Dans ce cas, la déflation s'accompagne d'un ralentissement ou même d'une baisse de l'activité globale, mais le fléchissement de l'acti-

viété et des prix est temporaire. Un grand nombre de pays en développement ont aussi enregistré une diminution des prix ces dernières années. Mais ces baisses, souvent provoquées par une forte dégradation des termes de l'échange des exportateurs de produits de base, ont été de courte durée ou minimes.

Une déflation modérée et temporaire est parfois aussi le résultat d'une amélioration marquée de l'offre, comme ce fut le cas récemment en Chine, ou d'une baisse des prix des importations. Dans ces conditions, l'activité économique peut rester vigoureuse et les prix des actifs peuvent même parfois monter.

Néanmoins, dans les deux cas, surtout si elle n'est pas prévisible, la déflation entraîne une redistribution du revenu des détenteurs vers les créanciers — en d'autres termes, d'agents ayant une forte propension à dépenser vers des agents ayant une faible propension à dépenser —, ce qui déprime la demande. Avec des salaires nominaux rigides et des prix en baisse, la déflation accroît aussi les coûts réels de la main-d'œuvre et réduit la compétitivité. Étant donné le plancher naturel nul des taux d'intérêt nominaux, les taux d'intérêt réels montent avec la baisse des prix, réduisant l'efficacité de la politique monétaire — ce qui est particulièrement préoccupant lorsque la production s'affaiblit. Le secteur financier pourrait souffrir; l'augmentation en valeur réelle des obligations des entreprises et des ménages pesant sur leur solvabilité.

### Aujourd'hui

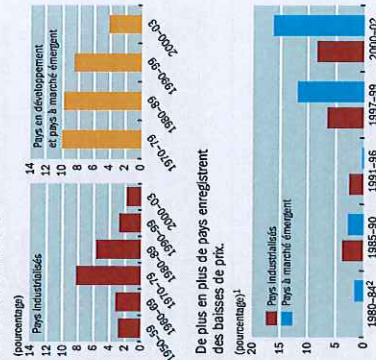
À l'heure actuelle, seul le Japon enregistre une déflation soutenue et une faible activité, quoique la Chine, la RAS de Hong Kong, Singapour et la province chinoise de Taïwan aient connu des périodes de chute des prix. Néanmoins, le pourcentage des pays industrialisés et des grands pays à marché émergent ayant enregistré une baisse de leur indice des prix à la consommation (IPC) est passé de 1-3 % pendant la première moitié des années 90 à 10-15 % ces trois dernières années. La hausse a été particulièrement prononcée dans les pays à marché émergent (graphique 1, partie inférieure). Comme l'IPC souffre parfois d'un biais vers le haut (si les possibilités de substitution et les nouveaux ou meilleurs produits sont ignorés) de 1/2 à 1 %, il est possible qu'une inflation mesurée de 1 % ou moins soit proche de la stabilité des prix ou même de la déflation. Si c'est le cas, une plus forte proportion des pays industrialisés et des pays à marché émergent que ne l'indique le taux d'inflation mesuré est peut-être déjà en situation de déflation modérée.

Ce qui est inquiétant, c'est que les conséquences néfastes de la déflation peuvent commencer à s'accumuler, avec pour résultat un changement des anticipations et une déflation persistante, quoique encore modérée. C'est, semble-t-il, le cas au Japon, où la baisse des prix — maintenant dans sa cinquième année — redite et amplifie à la fois la faiblesse de l'activité et les effets de l'éclatement de la bulle des prix des actifs. L'atonie de la croissance déclenche une dynamique défavorable : les bénéfices des entreprises continuent de souffrir; le secteur financier fait face à une proportion croissante de prêts improductifs, ce qui réduit l'intermédiation; et la consommation et l'investissement sont remis à plus tard.

### Les risques

Une déflation modérée et persistante n'était pas rare au XIX<sup>e</sup> siècle et précédemment, et elle allait souvent de pair avec

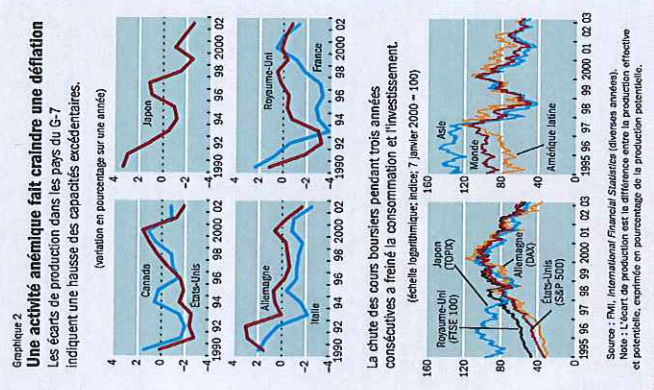
Graphique 1  
**Inflation et déflation**  
Les taux d'inflation les plus faibles depuis des décennies  
peuvent craindre une déflation.



Source: FMI, *International Financial Statistics* (diverses années).  
Inflations annuelles sur 25 des plus grands pays industrialisés et pays à marché émergent.  
— Nombre de pays avec une baisse des prix en glissement annuel, en pourcentage ou total.  
— Sur une période de base dans aucun pays industrialisé entre 1980 et 2004.

des chocs positifs sur l'offre. Cependant, de l'avis général, même lorsque la déflation n'était pas sévère, elle semblait exercer un effet négatif sur l'activité et le bien-être, et cette perception provoquait de fréquents conflits sociaux et troubles politiques. C'est ce qui apparaît dans des enquêtes menées auprès de travailleurs aux États-Unis et au Royaume-Uni, selon lesquelles la baisse des salaires n'était pas compensée par une diminution encore plus rapide des prix à la consommation. La croissance était plus lente que ce à quoi on aurait pu s'attendre étant donné les énormes progrès technologiques en cours, et les crises financières étaient nombreuses.

Le risque est qu'une déflation modérée devienne plus sévère, avec une intensification des baisses de prix et des anticipations de ces baisses. Outre l'insuffisance de la demande globale, les causes peuvent être des problèmes structurels dans le secteur financier, des rigidités des marchés du travail et des produits, le volume élevé des dettes nominales à intérêt fixe et de politiques économiques inadéquates. La déflation a en général pour résultat une augmentation du fardeau de la dette réelle, des faillites généralisées et une demande globale insuffisante, tous ces facteurs aggravant la pression sur les prix. Dans un tel contexte, les prix des actifs seront soumis à de nouvelles pressions sous l'effet de la détérioration des bénéfices et des bilans des sociétés. Une pénurie de crédit pourrait s'en suivre, qui accroîtrait le coût du financement et aggraverait le ralentissement de l'activité et la déflation. La rigidité des salaires pourrait initialement aider à réduire la pro-



nistes. Parmi ces indicateurs figurent les mesures de l'activité et des capacités excédentaires, la situation de l'intermédiation financière et des marchés du crédit, ainsi que l'évolution des marchés des actifs.

Il ressort d'une analyse basée sur ces indicateurs que, outre l'évolution des prix, plusieurs facteurs peuvent aggraver les pressions déflationnistes. La reprise de l'économie mondiale est faible et devrait le rester, en raison de facteurs géopolitiques et des effets prolongés de la baisse des cours boursiers. En fait, les anticipations d'un redressement, notamment de l'investissement, ont été déçues à plusieurs reprises. Les mesures de l'écart de production dans les pays du G-7 font état d'une hausse des capacités excédentaires, notamment au Japon mais aussi dans les autres pays (graphique 2, partie supérieure). Selon les projections de l'édition d'avril 2003 des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI, l'écart de production dans les pays du G-7 et dans nombre de pays d'Asie à marché émergent va probablement augmenter à court terme pour atteindre un niveau de nature à accroître les pressions à la baisse sur les prix. Le chômage monte notablement aussi dans plusieurs grandes économies.

Pendant trois années consécutives, les cours des actions dans les grands pays industrialisés et dans la plupart des pays à marché émergent ont baissé de manière exceptionnellement marquée et durable (graphique 2, partie inférieure). Il est clair que ces fléchissements des cours ont joué un rôle important dans le ralentissement de l'activité économique. Ils ont limité notablement la consommation, en réduisant le patrimoine des ménages, et l'investissement, en augmentant le coût du capital. En outre, il se peut que leur effet ne se soit pas encore totalement fait sentir, notamment en ce qui concerne les bilans des entreprises et les institutions financières. Les prix des matières premières ont monté substantiellement dans plusieurs grandes économies (surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni) après une nette baisse des taux hypothécaires, ont aidé à atténuer l'effet de la baisse des cours des actions sur la consommation. Cependant, il risque d'y avoir une correction, qui affaiblirait encore la demande des ménages.

Le crédit au secteur privé a diminué notablement dans nombre de pays, du fait d'une demande en veillesse, mais aussi, dans plusieurs cas, de difficultés dans le secteur bancaire. Les bénéfices des entreprises restent incertains, et la croissance des revenus du travail a commencé à ralentir. La propension des investisseurs au risque et les incertitudes s'accroissent.

Il est donc bien possible qu'il y ait un accroissement du nombre de pays confrontés à une déflation ou à une dégradation de la déflation (dans les pays déjà touchés). Il est vrai que les anticipations déflationnistes restent généralement bien ancrées. Mais il est à souligner que les prévisions de l'inflation tendent à être des projections conjuguées de l'activité et de l'inflation. Si l'activité ne rebondit pas, les anticipations déflationnistes perdent aussi de leur validité. De plus, la vulnérabilité d'un pays à la déflation semble s'accroître lorsque sa marge de manœuvre monétaire et budgétaire est limitée. C'est essentiellement dû au fait que les autorités sont parfois incapables de faire front d'une manière adéquate aux pressions déflationnistes massives, qui peuvent alors monter.

Néanmoins, les risques d'une déflation mondiale généralisée semblent relativement faibles : les institutions et les marchés fi-

nanciers résistent plutôt bien dans l'ensemble jusqu'à présent, le fardeau de l'endettement des entreprises et des ménages semble gérable, et il reste possible d'ajuster la politique économique dans la plupart des pays. Une déflation importée semble peu probable aussi, étant donné le faible poids des pays confrontés à la déflation dans le commerce international. En Chine, la combinaison d'une forte productivité et d'une main-d'œuvre excédentaire a entraîné de nettes baisses de prix dans certains secteurs à l'échelle nationale et mondiale. Mais la part de la Chine dans le commerce mondial est trop faible pour provoquer une déflation généralisée chez ses partenaires commerciaux.

**Que faire ?**

Toutefois, le risque que la déflation se propage est un sujet de préoccupation. Les autorités disposent de instruments pour la faire disparaître et peuvent y arriver s'ils agissent de manière préventive. La politique monétaire devrait permettre d'éviter les anticipations déflationnistes. Toutefois, comme Paul Krugman l'a noté, les banques centrales sous-estiment parfois les risques de déflation ou sont peut-être incapables — pour des raisons d'économie politique — de prendre les mesures nécessaires pour l'éviter. Quand la politique monétaire ne donne pas les résultats escomptés, il faut recourir à la politique budgétaire et à des mesures structurelles.

L'exemple du Japon illustre la tâche de la politique monétaire. Avant la déflation, la politique monétaire était jugée appropriée, voire laxiste. Mais, *a posteriori*, on peut dire qu'elle était trop restrictive, car l'inflation a finalement été bien plus faible que prévu. Face à de telles anticipations, la politique monétaire peut jouer un rôle crucial. Par exemple, une stratégie fondée sur un objectif d'inflation explicite doit établir le plan-cible pour fournir une zone tampon. L'objectif est de réduire le risque que l'inflation soit si proche de zéro que l'économie devienne vulnérable à la déflation en cas de baisse de la demande. L'ampleur de la zone tampon varie d'un pays à l'autre, en fonction de la gravité ou de la diversité des chocs et de la flexibilité de l'économie.

En outre, une politique plus volontariste est parfois souhaitable lorsque la demande globale et le rythme de l'activité risquent de se dégrader. Il faut peut-être compléter l'assouplissement de la politique monétaire par une politique budgétaire plus expansionniste. Il est possible que, au-delà de l'action des stabilisateurs automatiques, la relance budgétaire s'avère contre-productive ou procyclique. Étant donné ces risques, comme l'a suggéré Kenneth Rogoff, il est parfois souhaitable d'appliquer des mesures spécifiques pour accroître le rendement de l'investissement en capital qui auraient des gains dynamiques tout en signalant la détermination des autorités à prévenir une baisse généralisée des prix.

Les autorités monétaires sont confrontées, à d'autres problèmes dans un contexte déflationniste, notamment lorsque les taux d'intérêt nominaux atteignent leur plancher. Quand le taux d'intérêt nominal est nul, elles ne peuvent plus abaisser plus contraignant que, dans un tel cas de trappe de liquidités, le taux d'intérêt réel d'équilibre est peut-être bien négatif.

Le problème peut se compliquer si le système bancaire est en difficulté, par exemple après l'éclatement d'une bulle des prix des actifs, ce qui rend d'autant plus nécessaires des réformes

structurelles. Du fait de la déflation, les créances irrécouvrables des banques augmentent et renforcent probablement leur aversion au risque, d'où une diminution du crédit accordé. Néanmoins, comme l'affirme, entre autres, Ben S. Bernanke, membre du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve américain, les autorités monétaires peuvent prendre des mesures non conventionnelles pour jouer sur les anticipations. Même avec un taux d'intérêt nul et sans frapper ni distribuer de la monnaie, la banque centrale peut influencer sur l'économie par d'autres canaux qui entrent en jeu quand une banque centrale abaisse davantage les taux d'intérêt — par exemple, elle pourrait promettre de maintenir les taux à court terme nuls pendant une période déterminée, ou acheter des obligations à plus long terme. L'État pourrait soutenir les achats d'obligations en annonçant des objectifs de rendement, en s'engageant à acheter des titres pour un montant qui permettra d'atteindre ces objectifs et en abaissant les taux pour toutes les échéances. De plus, on pourrait élargir la gamme des actifs considérés comme des sûretés admissibles pour les banques qui empruntent à la banque centrale, ce qui réduirait les primes d'échéance et de liquidité et, donc, le coût du capital.

En somme, la vulnérabilité à la déflation a augmenté dans plusieurs pays, tandis qu'une déflation modérée a persisté dans d'autres. Cette plus grande vulnérabilité s'explique par l'atonie de la croissance, les effets de l'éclatement de la bulle boursière, des facteurs structurels et, dans certains cas, les contraintes de la politique économique. Les risques d'une déflation mondiale généralisée semblent faibles. Néanmoins, étant donné les coûts de la déflation, il est important d'adopter des mesures préventives pour empêcher la déflation de s'installer ou, si elle s'est déjà installée, de chercher énergiquement à contenir et à éradiquer les anticipations déflationnistes.

*Mamohan S. Kumar, Conseiller au Département des études du FMI, a dirigé un groupe de travail interdépartemental sur la déflation. Le rapport de ce groupe de travail, «Deflation: Determinants, Risks and Policies», de Mamohan S. Kumar, Tahirur Baig, Jorg W. Dreesen, Chris Faulkner-MacDonagh et Tarhan Feyzoghlu, a été publié en juin 2003 (Étude spéciale n° 221 de la série des «Occasional Papers» du FMI).*

**Bibliographie :**

Aharmé, Alan, and others, 2002, "Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s," *International Finance Discussion Paper 729* (Washington: Board of Governors of the U.S. Federal Reserve System).  
 Bernanke, Ben S., 2002, "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here," *speech to the National Economists Club*, Washington, November 21; [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm).  
 Greenspan, Alan, 2002, "Focus for Monetary Policy," *speech to the Economic Club of New York*, December; [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021219/default.htm).  
 Krugman, Paul, 2002, "Can Deflation Be Prevented?," [web.mit.edu/krugman/www/deflation.html](http://web.mit.edu/krugman/www/deflation.html).  
 Roubini, Stephen, 2002, "The Costs of Bursting Bubbles," *New York Times Week in Review* (September), p. 13.  
 Rogoff, Kenneth, 1998, "Comment on Krugman, 'If Bonds Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap,'" *Bookings Papers on Economic Activity*, 2, p. 194-99.  
 ———, 2002, "Revolving Japan: Risks and Opportunities," *commentary*, Nihon Keizai Shimbun (November).

## Déflation ou désinflation ?

*La baisse rapide de l'inflation, dans un contexte de crise financière et de très fort ralentissement économique, conduit à évoquer le risque de déflation, situation où la baisse des prix est associée à une crise économique à la fois sévère et longue. Mais toute baisse de prix n'est pas synonyme de déflation : il faut en fait distinguer les situations de déflation de celles, beaucoup plus positives, de désinflation.*

*L'objet de ce focus est de préciser ces deux notions et de montrer que les facteurs actuellement à l'œuvre en France et dans la zone euro sont caractéristiques d'un mouvement de désinflation, lié notamment à une régularisation ponctuelle du niveau de certains prix, notamment ceux de l'énergie.*

### La déflation : définition et mécanismes

#### Définitions

L'inflation est une hausse continue et durable du niveau général des prix. Ce n'est pas un choc instantané, une hausse limitée à certains biens. C'est un processus permanent et général. L'inflation est alimentée par des anticipations : c'est parce que les salariés et les entreprises anticipent que les prix vont monter qu'ils ajustent eux-mêmes à la hausse leurs prix et leurs salaires.

Symétriquement, la déflation est un processus permanent et général de baisse des prix. Il n'y a pas de déflation si seulement certains prix baissent. Par exemple les prix des ordinateurs portables ou produits électroniques de haute fidélité peuvent baisser sous l'effet du progrès technique. Mais ce n'est pas une déflation.

La désinflation est un ralentissement de l'inflation ou une baisse ponctuelle du niveau général des prix. Par exemple, si on passe de + 3 % par an à + 1 % par an, il y a désinflation. Si, par contre, on passe à une variation des prix négative de - 1 % par an et que cette baisse est anticipée comme durable, alors il y a déflation.

#### La spirale déflationniste

La désinflation est une bonne chose. Elle procure, notamment, du pouvoir d'achat aux ménages. Mais la déflation est particulièrement dangereuse pour une économie car elle déclenche des spirales qui peuvent provoquer ou accentuer une récession et dont il est très difficile de sortir.

Trois mécanismes sont à l'œuvre dans une spirale déflationniste :

✓ Anticipant une baisse continue des prix, les ménages sont incités à reporter leurs achats de biens durables, contribuant ainsi à réduire la demande agrégée adressée aux entreprises. En retour, anticipant une réduction de leurs débouchés et une baisse de leurs profits, les entreprises sont tentées de diminuer leur production et de réduire leur demande de travail, contribuant ainsi à l'augmentation du chômage, à la baisse des salaires et à celle du revenu disponible des ménages.

✓ Un second enchaînement a été analysé, au lendemain du krach de 1929 par l'économiste américain Irving Fisher, qui a proposé en 1933 sa théorie de la « déflation par la dette ». La déflation augmente en effet mécaniquement le coût réel de la dette, généralement non indexé sur l'évolution des prix. Cette hausse du coût de la dette dégrade la situation des emprunteurs, notamment les entreprises, ce qui peut les conduire à réduire leurs investissements, voire à la faillite. De même, l'alourdissement de la dette des ménages peut les conduire à augmenter leur épargne, ce qui accélère, par un mécanisme auto-entretenu, la baisse de la demande agrégée. Enfin, la dégradation des perspectives des entreprises conduit les banques à resserrer leurs conditions d'octroi de crédit. La déflation se combine ainsi avec un *credit crunch*, c'est-à-dire une baisse brutale de l'offre de crédit bancaire.

✓ Enfin et surtout, la déflation peut paralyser la politique monétaire. Il est impossible, en effet, de baisser les taux d'intérêt en dessous de zéro. Mais, même à ce niveau, si les prix diminuent, par exemple, de 2 % par an, cela signifie que les taux d'intérêt réels supportés par l'économie sont fortement positifs (de 2 %), alors même que la situation (fort ralentissement de la croissance ou récession) justifierait au contraire des taux d'intérêt réels négatifs. La déflation impose à l'économie des taux d'intérêt réels très élevés par rapport à ce qui serait nécessaire. Elle contribue donc à créer et entretenir une spirale de récession dont il est très difficile de sortir : plus la croissance ralentit, plus les prix baissent, plus les taux d'intérêt réels sont élevés, ce qui accentue encore le ralentissement de la croissance.

### La France et la zone euro en situation de désinflation

À la date de rédaction de ce focus, la situation est la suivante :

✓ Les pays de la zone euro enregistrent depuis l'automne 2008 une baisse du niveau général des prix et, en rythme annuel, une décélération rapide de l'inflation qui passe de 4,0 % en juillet en France et pour la zone euro à, respectivement, 1,2 % et 1,6 % en décembre 2008 (cf graphique 1). Ce ralentissement est beaucoup plus rapide qu'on ne le prévoyait : il y a seulement deux mois. Il a, en soi, des effets stabilisateurs sur l'économie car il provoque une hausse des revenus réels.

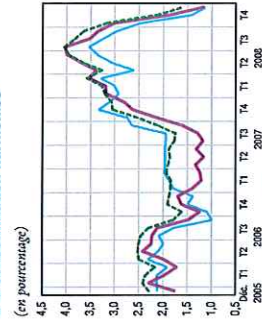
✓ Deux facteurs contribuent à cette évolution :

- d'une part la baisse des prix du pétrole et des matières premières : ces prix avaient progressé de plus de 50 % en euros de juillet 2007 à juillet 2008 (plus de 75 % en USD) ; ils retrouvent actuellement leurs niveaux d'origine et il est peu probable qu'ils repartent très rapidement à la hausse ;

- d'autre part, la dégradation de l'activité économique, elle-même beaucoup plus accentuée et rapide qu'on ne le pensait : en juin, l'INSEE prévoyait ainsi dans sa note de conjoncture une croissance 2008 de l'économie française de 1,6 % alors qu'elle devrait en fait être proche de 0,7 %.

✓ Il est probable que les États-Unis, ainsi que plusieurs pays de la zone euro connaîtront une inflation négative — c'est-à-dire une baisse du niveau général des prix en rythme annuel — pendant un ou plusieurs mois au milieu de l'année 2009. Cette situation devrait être temporaire. Elle est liée à des « effets de base » par lesquels, partant d'un niveau très élevé, la baisse des prix pétroliers fait apparaître optiquement, sur un an, une baisse du niveau général des prix.

Graphique 1 – Évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (en pourcentage)



Sources : Eurostat ; calculs : Banque de France

### L'apparition d'une spirale déflationniste semble aujourd'hui improbable

Plusieurs mois d'inflation négative ne suffisent pas à produire une déflation. Pour cela, il faudrait que se développe un processus continu et auto-entretenu de baisse du niveau général des prix. Il existe actuellement plusieurs freins et obstacles puissants à l'apparition d'un tel processus.

- ✓ La dynamique des prix et des salaires reste très positive.

Les prix hors énergie et produits alimentaires sont peu affectés par l'évolution des prix de l'énergie et des produits alimentaires. C'était vrai en période de hausse (cf. graphique 2), cela devrait rester vrai en période de baisse.

La dynamique des salaires est aussi largement autonome compte tenu, pour l'ensemble de la zone euro, de la part relativement faible des mécanismes d'indexation automatique. Cette « rigidité » des salaires nominaux peut sauver pénalisante si la compétitivité de l'économie est menacée. En période de désinflation, elle agit comme un stabilisateur puissant contre le risque déflationniste.

En France, les rémunérations, qui ont significativement progressé en 2008 (2,7 %) et qui sont déterminantes dans l'évolution des prix de nombreux produits et tout particulièrement pour les services, devraient connaître un rythme de progression moins dynamique, mais néanmoins supérieur à 2 %.

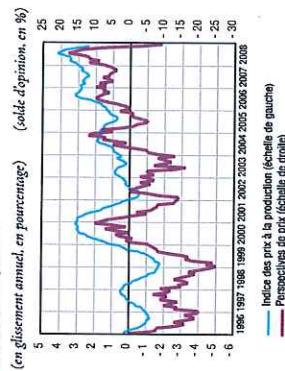
- ✓ Les mesures de soutien à l'économie et au secteur financier réduisent la probabilité et l'ampleur d'un choc négatif sur les prix.

Le croissance est aujourd'hui fortement pénalisée, dans tous les pays du monde, par un choc de confiance et par les perturbations du système financier. Mais des moyens très importants ont été mis en œuvre très rapidement par les banques centrales et les États pour stabiliser le système financier et stimuler la demande (investissements publics et consommation des ménages). C'est une grande différence par rapport aux crises bancaires antérieures : la réaction des autorités publiques a été rapide et massive, ce qui limite considérablement le risque d'enchaînements incontrôlables.

- ✓ Enfin, et surtout, les anticipations d'inflation restent fortement positives.

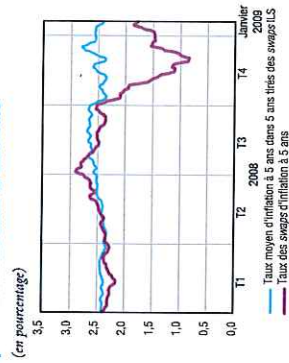
On rappellera que la déflation n'est pas possible si les ménages et les entreprises continuent d'anticiper une hausse des prix. C'est, sans ambiguïté, le cas aujourd'hui. Tant les enquêtes auprès des entreprises que les mesures tirées des taux de marché et les prévisions des experts interrogés par la Banque centrale européenne (BCE) font apparaître des anticipations d'inflation dans cinq ans qui restent ancrées autour de 2 % pour la zone euro dans son ensemble (cf. graphiques 3 et 4). De ce point de vue, le cadre de politique monétaire de l'Eurosystème offre une protection importante. Contrairement à d'autres banques centrales, la BCE s'est dotée d'une définition chiffrée de son objectif de stabilité des prix : une hausse annuelle du niveau général des prix « en deçà mais proche de 2 % ». Cette définition, dont les agents économiques savent qu'elle guide la politique monétaire, contribue fortement à ancrer les anticipations.

### Graphique 3 – Anticipations des prix de vente par les entreprises



Source : INSEE

### Graphique 4 – Anticipations d'inflation par les marchés dans la zone euro



Source : Bloomberg Datastream

Une fois absorbé le choc de la baisse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, qui pourra conduire à des taux d'inflation ponctuellement négatifs au milieu de l'année 2009, le glissement des prix devrait redevenir positif à partir de l'automne prochain, lorsque les effets de base sur les prix des produits énergétiques auront disparu et que les actions des banques centrales et des États pour stabiliser le système financier et relancer l'activité auront porté pleinement leurs fruits. Selon les projections actuelles, l'inflation devrait à nouveau augmenter au troisième trimestre et revenir au-dessus de 1,5 % en rythme annuel, à la fin de l'année 2009. Les projections pour 2010 pour la France et la zone euro se situent aujourd'hui à + 1,4 % et + 1,8 %, soit un niveau très voisin de la définition de la stabilité des prix de l'Eurosystème (« en deçà, mais proche de 2 % »).

Contact : robert.ophelie@banque-france.fr

## Les leçons de la déflation japonaise

Jacques Adda

*Alternatives Economiques* n° 275 - décembre 2008

La **crise actuelle** est généralement **comparée** à celle de 1929. Pourtant, la référence la plus appropriée est plutôt la **crise japonaise des années 90**. Ben Bernanke, le patron de la Fed, l'avait étudiée en détail. Il cherche aujourd'hui à **éviter les grossières erreurs** commises par les autorités japonaises dans la gestion de cette crise.

S'il est un sujet qui n'a cessé de hanter les autorités monétaires américaines ces dernières années, c'est bien celui de l'implosion financière du Japon pendant la décennie 90. Dès 2000, Ben Bernanke, qui allait succéder à Alan Greenspan à la tête de la Fed, la banque centrale américaine, dénongait la paralysie de la Banque du Japon et l'extrême médiocrité de sa gestion monétaire depuis la fin des années 80 (1). De fait, la référence obliquée des Banques centrales face à la secousse financière qui ébranle le monde depuis l'été 2007 n'est pas tant la crise de 1929 que la déflation financière et monétaire qui a étouffé la croissance japonaise entre 1992 et 2003.

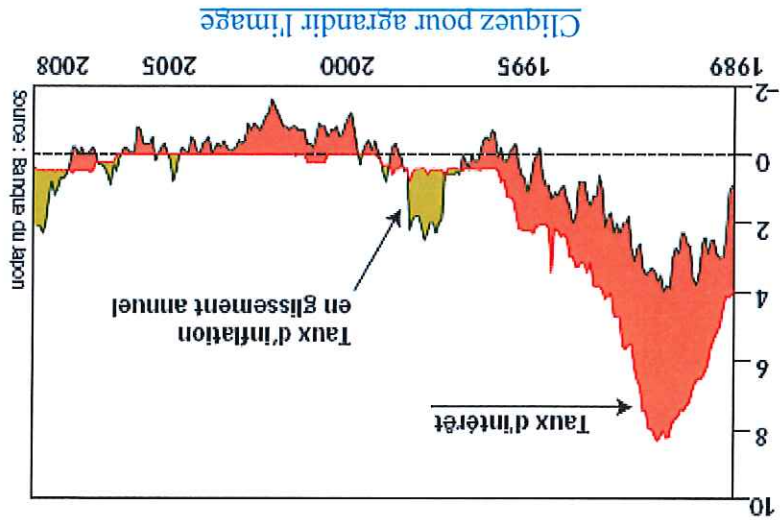
Les similitudes ne manquent pas en effet. Dans les deux cas, la crise est provoquée par l'éclatement d'une double bulle, boursière et immobilière. Dans les deux cas, l'inflation financière est alimentée par une politique monétaire exceptionnellement expansive. Au Japon, la croissance accélérée du crédit à la fin des années 80 est encouragée par la banque centrale, qui entend ainsi aider les entreprises à faire face à l'appréciation phénoménale du yen, dont le taux de change face au dollar augmente de 90% entre 1985 et 1988. Aux Etats-Unis, l'aisance monétaire est voulue par la Fed dans la première partie des années 2000, pour contrer les effets de l'éclatement de la bulle Internet. Elle est accentuée par le recyclage massif des excédents asiatiques, puis de l'Opep sur le marché financier américain.

Krach boursier, faillites et déflation

Tout comme dans la crise actuelle, l'effondrement de la Bourse japonaise - le *nikkei*, qui avait triplé entre 1985 et 1989, perd 60% en deux ans - et des prix fonciers frappe de plein fouet le système bancaire. Face à la fonte de leurs capitaux propres, dont la valeur boursière s'est évaporée, les banques sont obligées de se recapitaliser au plus vite. Parallèlement, le krach de l'immobilier et du prix des terrains les contraint à provisionner massivement les créances douteuses accumulées sur les ménages et les entreprises. Pour rééquilibrer leur bilan, les banques n'ont d'autre choix que de vendre à perte une partie de leurs actifs (actions, terrains, immeubles), ce qui déprime encore davantage les cours. Surtout, elles réduisent de façon drastique l'encours des crédits qu'elles accordent, ce qui accroît les difficultés des entreprises, donc le volume des créances douteuses, et ainsi de suite.

En 1994, sept organismes de crédit immobilier, les *jusen*, font faillite, menaçant d'entraîner avec eux leurs maisons mères, qui ne sont autres que les principales banques du pays. En 1997, la faillite de trois banques d'affaires (Sanyo Securities, Yamachi Securities et la Hokkaido Takushoku Bank) fait basculer le système bancaire dans une crise systémique totale. Le marché interbancaire est entièrement paralysé.





[Cliquez pour agrandir l'image](#)

Fin 1998, le gouvernement doit procéder à la nationalisation de deux banques d'affaires en faillite, Long Term Credit Bank, l'une des toutes premières banques mondiales, et Nippon Credit Bank. A contrecoeur, il se résout à injecter des capitaux publics dans le secteur bancaire. Fin 1998, il y avait investi 495 milliards de dollars, soit 12% du produit intérieur brut (à comparer aux 7% aux Etats-Unis à ce jour). Cela ne devait pourtant pas suffire: entre 1998 et 2003, les nouvelles créances douteuses inscrites au bilan des banques s'accroissent plus rapidement que les anciennes ne sont effacées. Elles atteindront le niveau record de 330 milliards de dollars en mars 2002, soit 8,4% de l'encours des crédits.

Entre-temps, en effet, la déflation s'était durablement installée dans l'économie. La baisse des prix laisse la politique monétaire apparemment impuissante, les taux d'intérêt, ramenés à 0,5% en 1995 puis à 0 en 1999, ne pouvaient tomber plus bas (voir graphique). Or la baisse des prix représente un poison mortel pour l'économie réelle: en augmentant les taux d'intérêt réels et la valeur des dettes, elle asphyxie les entreprises et les force à se débarrasser de leurs avoirs et à solder leurs stocks pour se désendetter. Ce qui accentue la déflation et accroît encore le niveau du taux d'intérêt réel. En avril 2003, le nikkeï touche son point bas à 7 830 points; il avait atteint un sommet de 39 000 en décembre 1989! Dans le même temps, le prix des terrains a perdu 80% de sa valeur.

Le redressement n'interviendra qu'après 2003. En 2001, la Banque du Japon décide d'inonder le marché financier en portant de 40 à 300 milliards de dollars le montant des titres qu'elle est susceptible d'accepter à son bilan; elle étend également la gamme de ces titres aux actifs titrisés (\*) des banques et aux actions. Elle poursuivra cette politique, dite de "détente quantitative", jusqu'en mars 2006. En 2003, le gouvernement procédait au rachat en masse de l'ensemble des créances douteuses des banques. En 2004, l'économie sortait de la déflation et retrouvait le chemin de la croissance. En 2005, le niveau des créances douteuses était revenu à 3,5% de l'encours des crédits. La crise bancaire était enfin close. Les banques pouvaient commencer à rembourser les fonds reçus de l'Etat et reprendre leur activité de crédit.

Reconnaître et intervenir

La stratégie des autorités américaines, et tout particulièrement de la Fed, face à la crise financière actuelle illustre *a contrario* les leçons tirées de l'expérience japonaise. La première leçon est que rien ne sert de se voiler la face: en niant plusieurs années durant la gravité de la crise et en laissant les banques masquer leurs pertes dans des artifices de bilan, plutôt que de les assumer et d'y faire face au plus vite, les autorités japonaises ont laissé la détresse financière s'installer dans toute l'économie.

La seconde leçon, qui découle de la première, est que la vitesse de réaction des autorités, et en particulier de la Banque centrale, est décisive pour bloquer la propagation de la crise à l'ensemble du





secteur financier, puis à l'économie réelle. Alors que la bulle boursière éclatait au Japon en décembre 1989 et que le Nikkei perdait 40% de sa valeur en un an, la Banque du Japon a continué de resserrer le crédit, augmentant son taux directeur de près de 2 points au cours des douze mois suivants. Il faudra attendre juillet 1991 pour qu'elle se décide à baisser ses taux modestement et jusqu'en 1995 pour qu'elle se résolve à les ramener à proximité de zéro, alors que la déflation menaçait déjà. Le contraste est saisissant avec l'attitude de la Fed, qui les a baissés de plus de 3 points en six mois, alors même que la hausse des prix s'emballait sous l'effet de l'inflation importée.

La troisième leçon, manifestement assimilée par la Fed, est qu'au-delà du taux d'intérêt, la banque centrale dispose d'une arme maîtresse qui est sa capacité à accroître presque indéfiniment son bilan. Pour cela, il lui suffit de multiplier le volume et d'élargir la gamme des titres qu'elle accepte de refinancer, ainsi que la nature des opérateurs susceptibles de frapper à sa porte (2). Mise en oeuvre aux Etats-Unis immédiatement après la cessation de paiement de Bear Stearns, la politique de "détente quantitative" inventée par la Banque du Japon a joué un rôle clé dans le freinage de la propagation de la crise américaine, même si elle s'est avérée insuffisante à l'enrayer.

Ce qui nous amène à la quatrième leçon, la plus difficile: l'activisme de la banque centrale ne peut se substituer à l'injection de capitaux publics dans le secteur bancaire. Les relances budgétaires successives pratiquées par le gouvernement japonais dans la première partie des années 90 n'auront servi à rien si ce n'est à doubler la dette publique. Seuls le rachat massif des créances douteuses et la restructuration du secteur bancaire imposée par les pouvoirs publics ont pu mettre un terme au *credit crunch* (le rationnement du crédit). Il aura fallu douze ans aux autorités japonaises pour s'y résoudre. Un an a suffi aux autorités américaines, grâce notamment à la force persuasive du gouverneur de la Réserve fédérale, Ben Bernanke. Celles-ci ont, il est vrai, l'avantage de l'expérience, et surtout la détermination à en tirer parti.

\* Titrisation : instrument financier permettant de transformer une créance, par exemple un prêt, en actif pouvant être vendu sur les marchés financiers.

En savoir plus

"La crise japonaise, ou comment un pays riche s'enlise dans la déflation", par Evelyne Douville-Feer et Cyrille Lacu, accessible sur [www.cepi.fr/francegraph/publications/economond/dossierstrat/2003ch7.pdf](http://www.cepi.fr/francegraph/publications/economond/dossierstrat/2003ch7.pdf)  
 "The Financial Crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan responded and the Lessons Learnt", par Hiroshi Nakaso, *BIS Papers* n° 6, Monetary and Economic Department, Octobre 2001. Disponible sur [www.bis.org/publ/bppdf/bispap06.pdf?notframe=1](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap06.pdf?notframe=1)  
 "The U.S. Financial Crisis: Lessons From Japan", par Dick K. Nanto, *Congressional Research Service Report for Congress*, 29 Septembre 2008, en ligne sur <http://fpc.state.gov/documents/organization/110816.pdf>

(1) "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?", par Ben S. Bernanke, dans *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, par Ryoichi Mikitani et Adam S. Posen, pp. 149-66. Washington, DC: Institute for International Economics, septembre 2000.

(2) Voir "Révolution dans les banques centrales", *Alternatives Economiques* n° 272, septembre 2008. Jacques Adda *Alternatives Economiques* n° 275 - décembre 2008

[...] Notes

(1) "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?", par Ben S. Bernanke, dans *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience*, par Ryoichi Mikitani et Adam S. Posen, pp. 149-66. Washington, DC: Institute for International Economics, septembre 2000.



(2) Voir "Révolution dans les banques centrales", *Alternatives Economiques* n° 272, septembre 2008.

© Alternatives Economiques. Toute reproduction ou représentation intégrale ou partielle des pages publiées sur ce site à des fins professionnelles ou commerciales est soumise à l'autorisation d'Alternatives Economiques (Tel : (33) 03 80 48 10 25 - [abonnements@alternatives-economiques.fr](mailto:abonnements@alternatives-economiques.fr)). En cas de reprise à des fins strictement privées et non commerciales merci de bien vouloir mentionner la source, faire figurer notre logo et établir un lien actif vers notre site internet [www.alternatives-economiques.fr](http://www.alternatives-economiques.fr).

