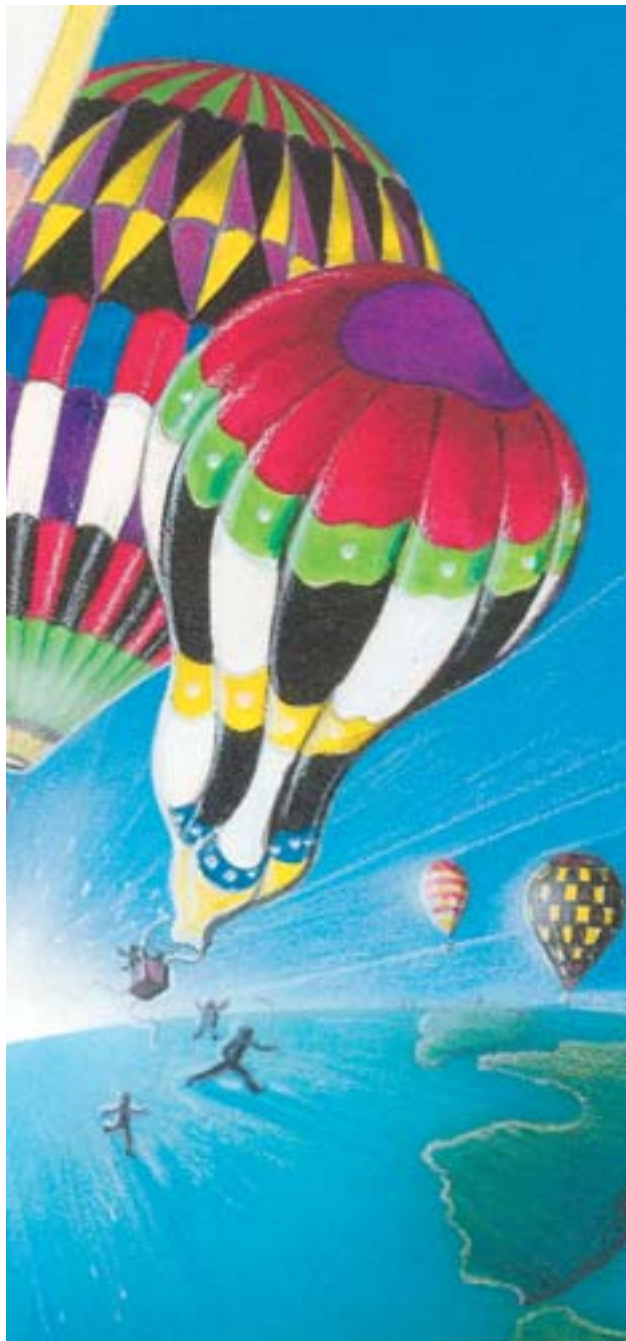


---

# 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 affectation 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 baissant que de 1 % environ — et temporaire — quelques trimestres seulement; ou être modérée mais persister pendant plusieurs années; ou être durable et virulente, 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 déficience 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-

vité 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 minimales.

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 prévue, la déflation entraîne une redistribution du revenu des débiteurs 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 ½ 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 — reflète 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.

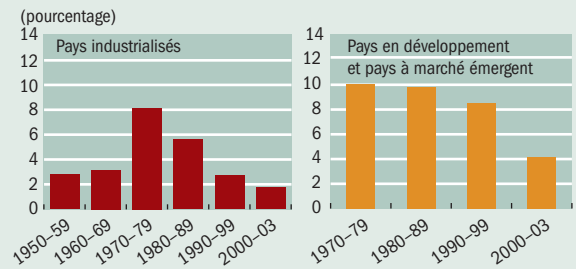
### Les risques

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

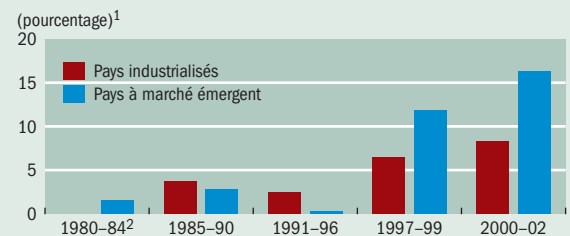
Graphique 1

### Inflation et déflation

Les taux d'inflation les plus faibles depuis des décennies font craindre une déflation.



De plus en plus de pays enregistrent des baisses de prix.



Source : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années).

Note : données basées sur 35 des plus grands pays industrialisés et pays à marché émergent.

<sup>1</sup>Nombre de mois-pays avec une baisse des prix en glissement annuel, en pourcentage du total.

<sup>2</sup>Les prix n'ont baissé dans aucun pays industrialisé entre 1980 et 1984.

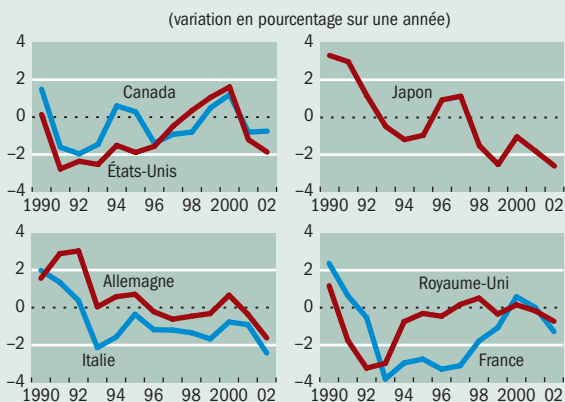
des chocs positifs sur l'offre. Cependant, de l'avis général, même lorsque la déflation n'était pas sévère, elle semblait exercer un effet négatif sur l'activité et le bien-être, et cette perception provoquait de fréquents conflits sociaux et troubles politiques. C'est ce qui apparaît dans des enquêtes menées auprès de travailleurs aux États-Unis et au Royaume-Uni, selon lesquels 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 en 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 des 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'ensuivre, 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-

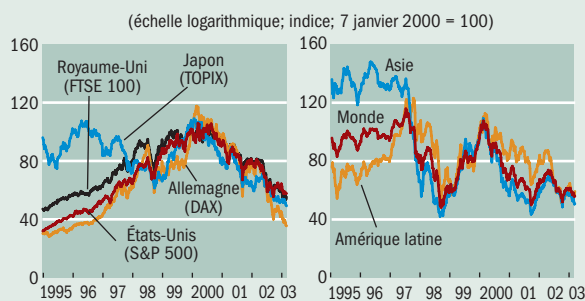
Graphique 2

## Une activité anémique fait craindre une déflation

Les écarts de production dans les pays du G-7 indiquent une hausse des capacités excédentaires.



La chute des cours boursiers pendant trois années consécutives a freiné la consommation et l'investissement.



Source : FMI, *International Financial Statistics* (diverses années).  
 Note : L'écart de production est la différence entre la production effective et potentielle, exprimée en pourcentage de la production potentielle.

tabilité d'une spirale déflationniste, mais elle peut aussi entraîner une baisse encore plus forte de la production et de l'emploi du fait de la diminution des bénéfices des entreprises. La conséquence extrême serait un effondrement de la confiance, qui alimenterait une spirale descendante de l'activité, de l'emploi, des bénéfices et des prix.

### Les indicateurs avancés de la déflation

Il ressort de l'expérience récente du Japon qu'il peut être difficile de prévoir une déflation. Selon une étude détaillée du début de la déflation au Japon publiée par le Conseil du Système fédéral de réserve américain en 2002, les enquêtes menées auprès des ménages et des entreprises ainsi que les rendements des obligations de l'État et des entreprises au milieu des années 90 indiquaient que la persistance d'une inflation modérée était anticipée jusqu'au déclenchement de la déflation. Donc, pour évaluer les risques conjoncturels, il ne suffit pas de se concentrer sur l'évolution des prix uniquement, ni même des indicateurs financiers incorporant des anticipations de prix, tels que les rendements obligataires. Il faut prendre en compte divers indicateurs pour identifier les facteurs qui sont susceptibles de rendre une économie plus vulnérable aux pressions déflation-

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 maisons, qui sont montés 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 marchés financiers restent instables alors que les risques 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 inflationnistes restent généralement bien ancrées. Mais il est à souligner que les prévisions de l'inflation tendent à être des projections conjointes de l'activité et de l'inflation. Si l'activité ne rebondit pas, les anticipations inflationnistes 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 naissantes, 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 des 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 des 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 plancher 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 les taux d'intérêt par la voie conventionnelle. C'est d'autant 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. ■

*Manmohan 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 Manmohan S. Kumar, Taimur Baig, Jörg W. Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh et Tarhan Feyzioglu, a été publié en juin 2003 (Étude spéciale n° 221 de la série des «Occasional Papers» du FMI).*

#### Bibliographie :

Ahearne, 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, "Issues 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/deflator.html](http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html).

Roach, Stephen, 2002, "The Costs of Bursting Bubbles," *New York Times Week in Review* (September), p. 13.

Rogoff, Kenneth, 1998, "Comment on Krugman, It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, p. 194-99.

———, 2002, "Revitalizing Japan: Risks and Opportunities," *commentary, Nihon Keizai Shimbun* (November).