



Hausse ou baisse?

Certains ont prédit la déflation après la crise pour les économies avancées, d'autres une inflation élevée. Ces deux inquiétudes sont sans doute exagérées

André Meier

BIEN QUE le monde soit en train de se remettre de la crise financière mondiale, la reprise sera probablement assez lente dans beaucoup d'économies avancées, car la demande de biens et de services dans la zone euro, au Japon et aux États-Unis ne sera pas à la hauteur de l'offre potentielle pendant encore plusieurs années (FMI, 2010).

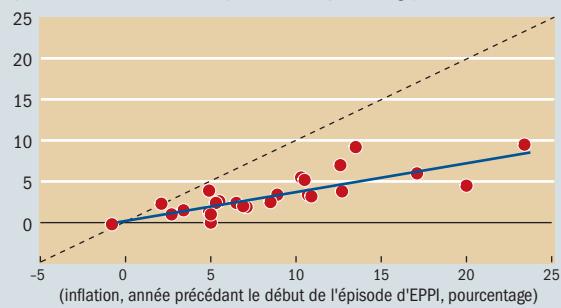
Nombre d'économistes et de décideurs sont inquiets, car si une économie fonctionne durablement en sous-capacité, avec ce que cela implique en matière de chômage élevé et d'usines arrêtées, la croissance des prix et des salaires pourrait être extrêmement faible. En effet, la théorie économique postule qu'une surcapacité fera baisser les taux d'inflation (désinflation) ou provoquera même une chute du niveau général des prix (déflation). Cela pourrait alors prolonger le marasme économique, car les consommateurs, qui anticiperaient des baisses de prix, repousseraient leurs dépenses et la dette réelle serait de plus en plus lourde pour les emprunteurs.

Ce point de vue n'est cependant pas universel. En fait, certains observateurs ont exprimé la préoccupation contraire, en prévoyant une période d'augmentations soutenues des prix. Selon eux, tout effet désinflationniste de la surcapacité serait plus que compensé par les conséquences inflationnistes des politiques engagées contre la récession mondiale. D'après ce point de vue, les décideurs ont semé les germes de l'inflation en alimentant des déficits budgétaires élevés et en adoptant des politiques monétaires non conventionnelles. Le débat en cours ne porte donc pas tant sur des différences d'évaluation du cycle économique — la plupart des observateurs s'accordent sur le fait qu'il existe beaucoup de capacité inutilisée dans de nombreux pays avancés —, mais plutôt sur l'effet modérateur de cette capacité excédentaire sur l'inflation.

Afin d'éclaircir la question, j'ai étudié la dynamique de l'inflation de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les pays avancés au cours de périodes récentes où la production est restée au moins 1,5 % en dessous de son potentiel pendant plus de huit trimestres consécutifs. Ces situations sont semblables à ce qui semble s'être produit depuis la fin 2008 dans la plupart des éco-

Graphique 1
L'inflation écrasée

Hormis deux cas, l'inflation a baissé dans la quasi-totalité des 25 épisodes de récession grave dans les pays avancés entre 1970 et 2007. Dans les deux cas où l'inflation a augmenté, elle est partie d'un taux très faible et l'augmentation était négligeable. (inflation, dernière année de l'épisode d'EPPI, pourcentage)



Source : Meier (2010).

Note : Par épisode d'écart de production prolongé et important (EPPI), on entend une période où la production est restée inférieure d'au moins 1,5 % à son potentiel pendant plus de huit trimestres consécutifs. On dénombre 25 épisodes dans 14 économies avancées. L'inflation est mesurée par les variations de l'indice des prix à la consommation en taux annuel corrigé des variations saisonnières.

nomies avancées. Bien que l'échantillon historique ne fournisse qu'une ébauche d'explication de la situation présente, il donne un point de vue empirique étendu sur les effets des épisodes d'écart de production prolongés et importants (EPPI) sur l'inflation.

L'inflation à la trace

J'ai cerné 25 épisodes d'EPPI dans 14 pays avancés pendant la période 1970–2007, en me servant de données de l'OCDE (OCDE, 2009). J'en tire, entre autres, les conclusions suivantes :

- Il existe un modèle clair et dominant de désinflation pendant les épisodes d'EPPI, avec une baisse de l'inflation dans une majorité écrasante de cas. Cependant, là où l'inflation ne recule pas, les augmentations sont négligeables et le point de départ est un taux d'inflation exceptionnellement bas (voir graphique 1).

- Il semble que ce soit la faiblesse du marché du travail qui soutienne la désinflation, par un chômage élevé et/ou en augmentation et une baisse des salaires nominaux et des coûts unitaires réels de main-d'œuvre. Ce schéma semble aller dans le sens de la relation attendue entre capacité excédentaire et allègement des pressions exercées par les coûts sur les entreprises.

- Dans plusieurs cas, la baisse des cours du pétrole accentue le recul de l'inflation. Les taux de change nominaux ne suivent pas de tendance uniforme pendant les épisodes d'EPPI, pourtant, dans les pays dont la monnaie s'apprécie, la désinflation a tendance à être plus rapide. Il peut être surprenant de voir que le taux de croissance des agrégats monétaires au sens large (nu-

métaire et dépôts bancaires) semble ne pas être lié à l'ampleur de la désinflation, quel que soit l'épisode.

- En règle générale, la relation entre le taux d'inflation initial et le taux final semble être à peu près proportionnelle, ce qui indique que dans les pays où le taux d'inflation est élevé à l'origine, la désinflation est plus grande en valeur absolue, mais pas en valeur relative. Ce résultat se maintient si l'on neutralise la différence de durée entre chaque épisode d'EPPI en considérant les variations annualisées du taux d'inflation.

Des dynamiques différentes

Les dynamiques varient toutefois selon les périodes (voir graphique 2). Dans les épisodes antérieurs à 1990, marqués par une inflation initiale relativement élevée, la désinflation semble avoir été un phénomène régulier au cours de l'épisode, alors que dans les cas les plus récents, où l'inflation d'origine est plus modérée, la majorité de la désinflation se produit assez tôt, suivie par une stabilisation de l'inflation à un taux inférieur. En effet, l'inflation cesse généralement de baisser et se stabilise plutôt, ou même augmente, après avoir atteint un taux faible, mais positif.

Comment se fait-il que la désinflation s'essouffle une fois atteints des taux d'inflation positifs faibles, au lieu d'évoluer en véritable déflation? On peut évoquer deux explications en particulier.

Tout d'abord, les études économiques soulignent l'effet de la *crédibilité renforcée des banques centrales* dans le maintien de la stabilité des prix ces dernières années. Cette crédibilité se traduirait non seulement par le faible taux moyen d'inflation mais aussi par un ancrage solide des anticipations inflationnistes. Si la population croit que la banque centrale entend vraiment stabiliser les prix, les variations à court terme des coûts de production ne devraient guère influer sur le mécanisme général de fixation des prix. En conséquence, la relation entre l'écart de production et l'inflation en général s'en trouve affaiblie, comme l'attestent certaines études (par exemple, Kleibergen et Mavroeidis, 2009).

Ensuite, il se pourrait que la désinflation perde de la vigueur en approchant le taux zéro s'il existe de fortes *barrières formelles ou informelles contre des baisses pures et simples des salaires ou des prix*. De telles inélasticités à la baisse semblent être courantes sur le marché du travail, où les salaires nominaux ne connaissent généralement pas de recul, même pendant les années difficiles (voir, par exemple, Akerlof, Dickens et Perry, 1996; et Benigno et Ricci, 2010). La main-d'œuvre représentant l'essentiel des coûts de production, toute forme de résistance contre une diminution nominale des salaires pourrait expliquer la rareté des épisodes de régression soutenue de l'IPC dans l'échantillon. Pour que la désinflation se transforme en déflation à part entière, des circonstances vraiment exceptionnelles semblent nécessaires — comme l'illustre l'expérience du Japon ces vingt dernières années.

Quelles conséquences pour le présent?

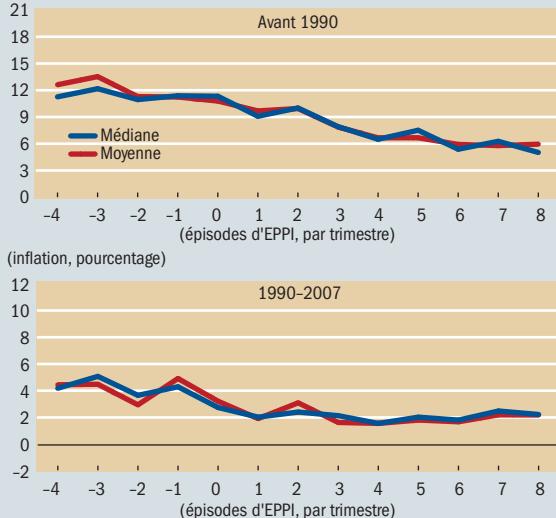
Les éléments historiques vont dans le sens d'un effet désinflationiste évident dû à des écarts de production prolongés et importants, du moins jusqu'à ce que l'inflation atteigne un taux positif extrêmement bas. Pour les pays actuellement confrontés à une atonie persistante de l'activité, cela signifie que le risque de hausse de l'inflation est limité. Il faut cependant manier cette conclusion avec une certaine prudence, pour deux raisons principales.

Graphique 2

Des décennies bien différentes

L'inflation était relativement élevée dans les épisodes d'EPPI précédant 1990 et les hausses de prix ont ralenti de façon régulière pendant la période étudiée. Plus récemment, l'inflation initiale était plus modérée et la majorité de la désinflation s'est produite assez tôt.

(inflation, pourcentage)



Source : Meier (2010).

Note : Par épisode d'écart de production prolongé et important (EPPI), on entend une période où la production est restée inférieure d'au moins 1,5 % à son potentiel pendant plus de huit trimestres consécutifs. On dénombre 25 épisodes dans 14 économies avancées. L'inflation est mesurée par les variations de l'indice des prix à la consommation en taux annuel corrigé des variations saisonnières. Le zéro des abscisses représente le début d'un épisode d'EPPI.

Premièrement, l'expérience historique, surtout celle des années 70, démontre que *les évaluations en temps réel de la surcapacité peuvent être sujettes à d'importantes révisions après coup*. Il est donc possible que les économistes surestiment l'ampleur de la surcapacité actuelle dans les économies avancées. Il faut toutefois noter que les économistes sont éminemment conscients des enseignements des années 70. Par exemple, les évaluations courantes de la capacité excédentaire laissent de nos jours la place à la possibilité que la crise financière mondiale n'ait pas seulement affaibli la demande, mais aussi restreint l'offre potentielle.

Deuxièmement, les relations stables sont rares en macroéconomie et même des phénomènes passés pour lesquels on dispose d'éléments fiables peuvent avoir disparu. Ceux qui redoutent maintenant une inflation élevée expliquent souvent que les réactions exceptionnelles à la crise récente ont changé la donne. En effet, comme les taux directeurs sont quasiment à zéro, plusieurs banques centrales ont dû recourir à des politiques non conventionnelles telles que l'assouplissement quantitatif — l'émission de réserve de la banque centrale pour racheter des obligations (Meier, 2009). Il est pourtant important de rappeler qu'il n'existe pas de lien mécanique entre ces politiques et une inflation élevée. L'argument courant selon lequel un accroissement de la monnaie centrale provoque une inflation galopante va à l'encontre de la théorie, puisque les banques centrales ont plusieurs instruments pour contenir les effets d'un excès de liquidité. Il ne tient pas compte non plus de l'expérience japonaise, où l'inflation est restée proche de zéro malgré des expansions massives de la monnaie centrale depuis 2001.

Troisièmement, bien que les épisodes d'EPPI semblent fortement influer sur l'inflation, ils ne sont pas le seul facteur en jeu. L'observation du passé montre en particulier que l'évolution des cours du pétrole et des taux de change peut provoquer de fortes fluctuations des taux d'inflation globale. Cela dit, dans la mesure où le sous-emploi des capacités freine la hausse des salaires, la hausse des prix des importations ne conduit pas forcément, en soi, à des pressions inflationnistes généralisées.

Le risque le plus significatif, bien que peu probable, concerne un scénario extrême où une politique monétaire non conventionnelle se conjugue aux craintes suscitées par le niveau élevé de la dette publique, au point de saper la confiance en la monnaie. Afin de diminuer ce risque, les décideurs de nombreux pays ont déjà annoncé des plans de réduction des déficits publics. En conséquence, pour la période à venir, il semblerait que la politique budgétaire vienne soutenir, plutôt que contrer, la désinflation dans la plupart des pays avancés. Simultanément, on ne déclèle aucun signe montrant que les anticipations inflationnistes aient été perturbées par l'assouplissement quantitatif.

Tendances récentes de l'inflation

En gardant tout cela à l'esprit, il est judicieux de se pencher sur les éléments empiriques de la période actuelle. En effet, les tendances réelles de l'inflation jusqu'à fin 2010 ne s'écartent pas vraiment du modèle historique. En utilisant le même critère que celui que j'applique à l'échantillon historique, j'identifie 15 épisodes d'EPPI en cours dans les économies avancées, selon des données plus récentes de l'OCDE (OCDE, 2010). Pour la plupart, les épisodes ont débuté quand la crise mondiale a empiré au dernier trimestre 2008 et devraient se prolonger jusqu'à fin 2011.

Si on la compare aux exemples historiques, la chute de la production est exceptionnellement prononcée cette fois-ci, bien que le marché du travail se soit relativement bien maintenu. En réalité, une rétention généralisée de la main-d'œuvre — les entreprises ont rechigné à licencier malgré le ralentissement brutal — a fait, à l'origine, augmenter le coût unitaire de main-d'œuvre dans bien des pays, au moment même où la croissance des salaires nominaux a commencé à se modérer. Ce qui frappe aussi, c'est l'évolution chaotique des cours du pétrole (et des autres produits de base), qui ont d'abord chuté vertigineusement, avant de rattraper une grande partie de cette baisse. Ces fluctuations ont eu un effet considérable sur l'inflation non corrigée, même ces derniers mois. On note cependant une baisse générale par rapport aux niveaux d'avant la crise (voir graphique 3).

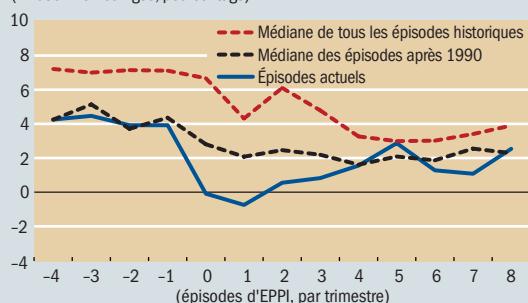
Si l'on élimine le prix des denrées alimentaires et de l'énergie de l'IPC, la baisse de l'inflation apparaît comme plus régulière mais relativement modeste. Pourtant, cette rigidité cadre avec le modèle historique. L'inflation sous-jacente est partie d'un niveau assez bas dans les épisodes récents d'EPPI, à peine 2 % en

Graphique 3

Le passé comme prologue

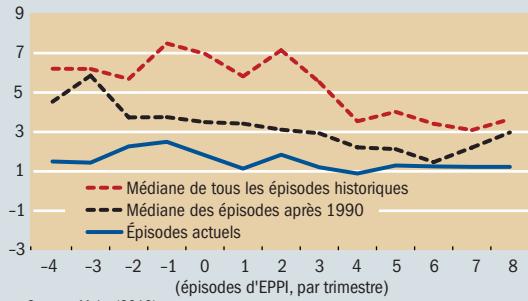
L'inflation s'est comportée de façon plus chaotique pendant les 15 épisodes d'EPPI en cours dans les pays avancés, ce qui traduit les amples fluctuations des cours des produits de base. Toutefois, on peut discerner une tendance générale à la baisse.

(inflation non corrigée, pourcentage)



Si l'on élimine le prix de l'alimentation et de l'énergie, l'inflation sous-jacente baisse de façon régulière mais modeste, ce qui cadre avec le modèle historique où la désinflation a tendance à s'essouffler à des taux d'inflation positifs bas.

(inflation non corrigée, pourcentage)



Source : Meier (2010).

Note : Par épisode d'écart de production prolongé et important (EPPI), on entend une période où la production est restée inférieure d'au moins 1,5 % à son potentiel pendant plus de huit trimestres consécutifs. On dénombre 25 épisodes dans 14 économies avancées. L'inflation est mesurée par les variations de l'indice des prix à la consommation en taux annuel corrigé des variations saisonnières. Le zéro des abscisses représente le début d'un épisode d'EPPI.

moyenne. Depuis, elle a diminué d'environ 0,4 point par an (environ 20 % du taux annuel initial), ce qui correspond au rythme *relatif* de la désinflation des épisodes antérieurs. Les données transversales confirment en outre que l'ampleur de la désinflation dans tous les pays reste étroitement corrélée à la hausse du chômage.

Conclusions

Les épisodes passés d'EPPI dans les économies avancées indiquent un schéma clair de désinflation soutenue par la faiblesse du marché du travail et la lenteur de la croissance des salaires. Les baisses de l'inflation semblent toutefois devenir plus modestes quand le taux initial est déjà plutôt faible, ce qui indique l'existence d'une combinaison d'anticipations inflationnistes mieux ancrées et d'inélasticités nominales à la baisse, comme une résistance contre des réductions pures et simples des salaires. En outre, les fluctuations des cours du pétrole et des taux de change peuvent entraîner une volatilité à court terme considérable de l'inflation effective.

Ce qui s'est passé depuis le début de la crise financière mondiale cadre avec ce schéma. Malgré d'amples fluctuations de l'inflation non corrigée, l'inflation sous-jacente dans les pays avancés a en général baissé et, dans bien des cas, atteint maintenant les niveaux très bas auxquels la désinflation s'était essoufflée lors des épisodes passés d'EPPI. Ainsi, même si les risques de hausse de l'inflation devraient être faibles dans les pays où les capacités restent durablement sous-employées, il est aussi peu probable que l'économie glisse vers la déflation pure et simple. ■

André Meier est économiste au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Bibliographie :

Akerlof, George, William Dickens, and George Perry, 1996, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 27, No. 1, p. 1-76.

Benigno, Pierpaolo, and Luca Antonio Ricci, 2010, "The Inflation-Output Trade-off with Downward Wage Rigidities," *NBER Working Paper 15672* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

International Monetary Fund (IMF), 2010, *World Economic Outlook* (Washington, October).

Kleibergen, Frank, and Sophocles Mavroeidis, 2009, "Weak Instrument Robust Tests in GMM and the New Keynesian Phillips Curve," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 27, No. 3, p. 293-311.

Meier, André, 2009, "Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom," *IMF Working Paper 09/163* (Washington: International Monetary Fund).

—, 2010, "Still Minding the Gap—Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps," *IMF Working Paper 10/189* (Washington: International Monetary Fund).

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2009, *Economic Outlook 86 Database* (Paris).

—, 2010, *Economic Outlook 88 Database* (Paris).



PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2012-2013 program begins in July of 2012. Applications are due by January 1, 2012.