

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,

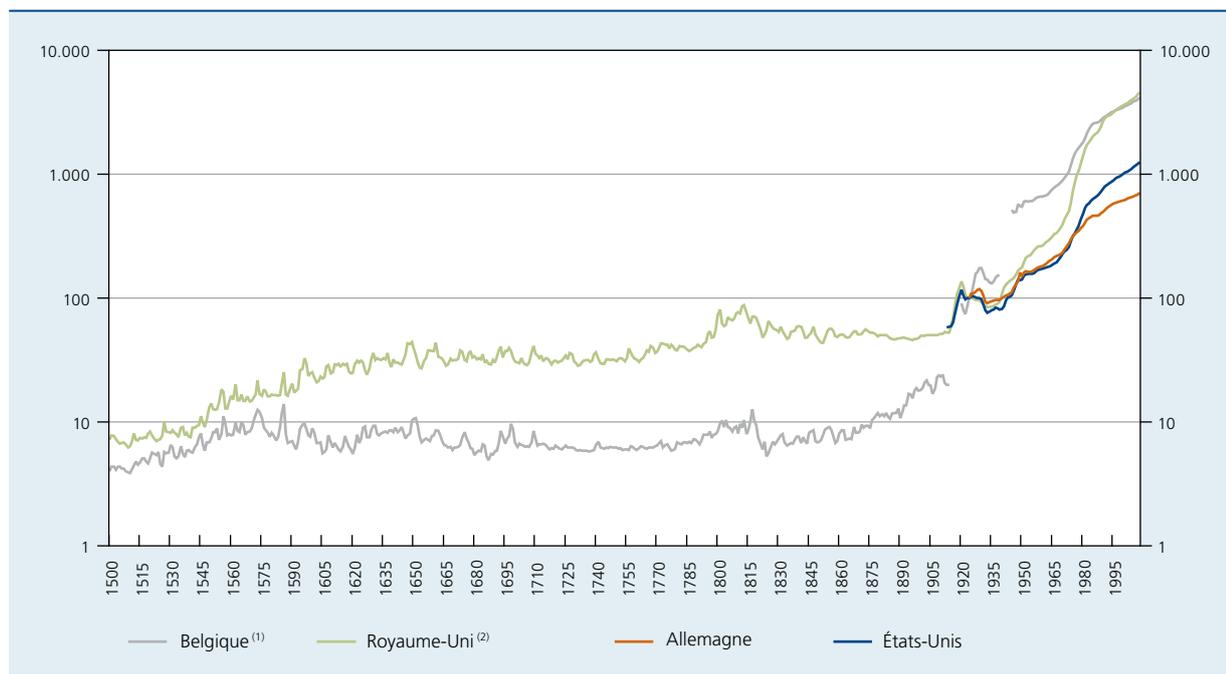
il apparaît que dans la pratique, il est généralement fait abstraction des formes bénignes de déflation. En effet, ce sont les formes néfastes de déflation qui représentent un défi important au niveau de la politique à mener. Celles-ci sont présentées plus en détail dans la deuxième partie. L'on y explique 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, BNB.

(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^e 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⁽¹⁾) 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 inverse de leur effet sur l'activité économique, alors que les chocs affectant la demande influencent habituellement dans le même sens prix et activité économique.

nominale 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 doublaient 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.

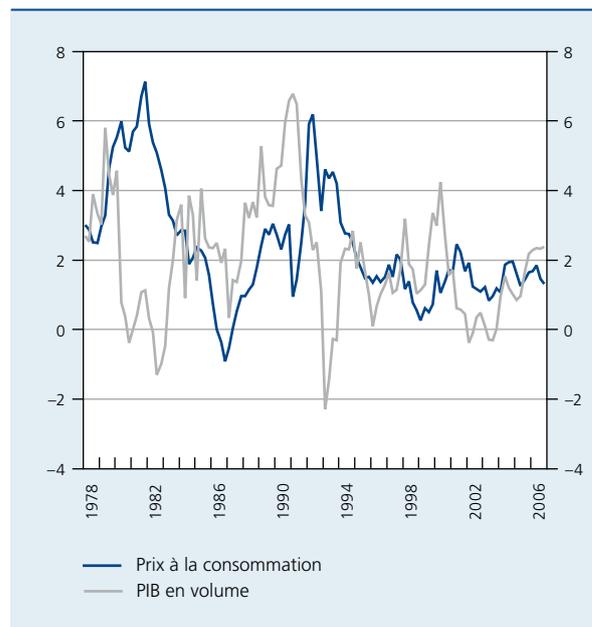
À cet égard, on peut considérer la récente émergence de la Chine et d'autres nouveaux pays industrialisés comme un important choc positif et, de surcroît, persistant de l'offre. Sous l'étalon-or, un tel choc aurait sans

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

avait éclaté sur les marchés boursiers et de l'immobilier et le système bancaire avait été ébranlé. Tant dans le cas du Japon que lors de la Grande Dépression, les réactions de politique économique ont toutefois aussi joué un rôle clé (elles ont même été capitales selon certains observateurs). Par rapport à ces épisodes, la crise actuelle a été marquée par une ferme réaction de la politique économique, ce qui réduit considérablement le risque d'apparition effective d'une déflation néfaste, et ce même si le recul initial de la demande est tel qu'il implique en principe un risque *ex ante* non négligeable de déflation néfaste.

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

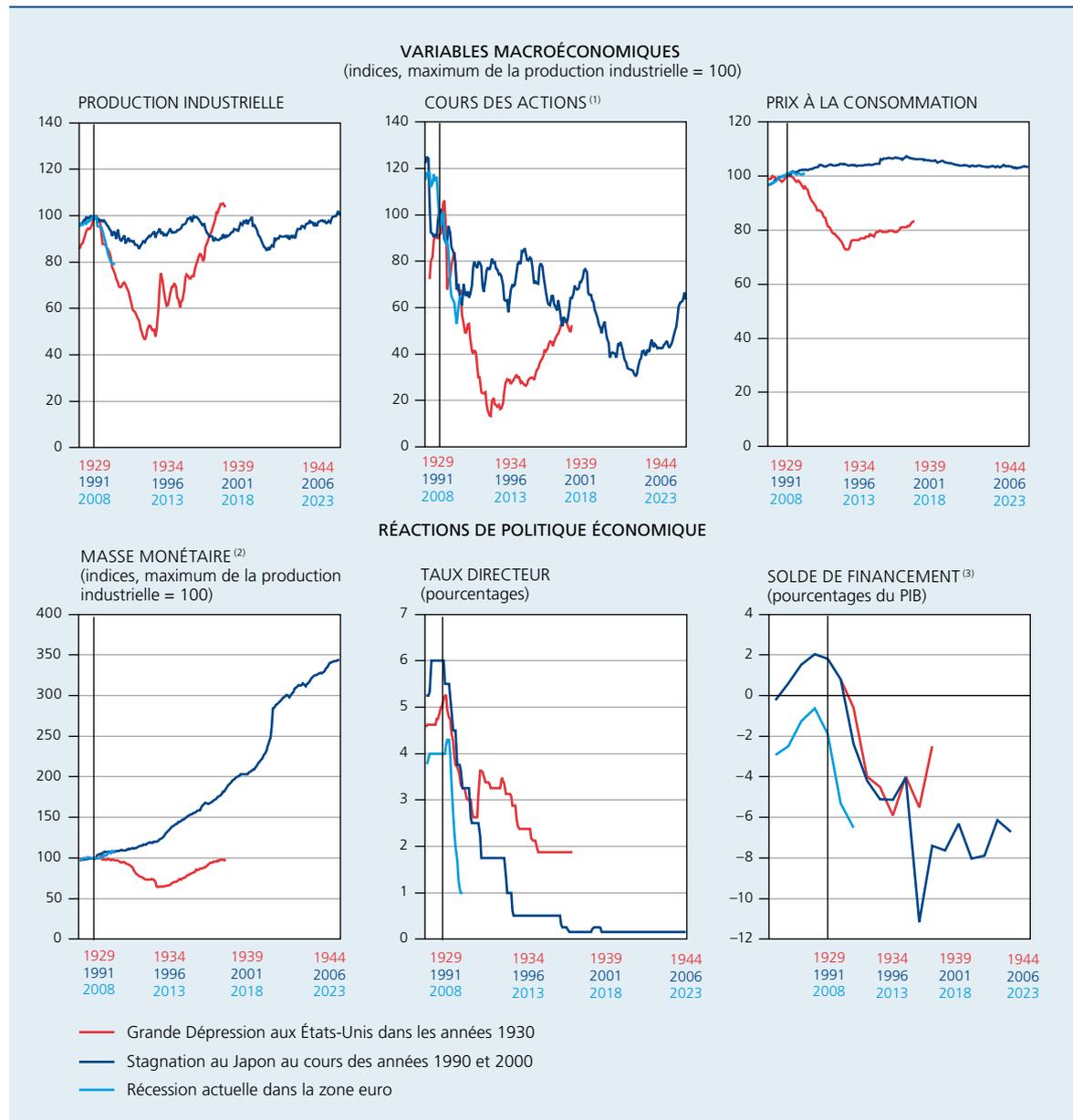
Dans les années 1990, l'activité économique a stagné au Japon pendant une longue période, tandis que le niveau des prix baissait de manière persistante mais limitée. Toutefois, dans la mesure où aucune spirale déflationniste n'a vu le jour au cours de cette période, l'épisode japonais est considéré comme 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 tenté 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, Thomson 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) Mesurée 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 conséquences 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^e siècle et durant la première moitié du XX^e 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

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 diminue. 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 taux réels représentent la différence entre les taux nominaux,

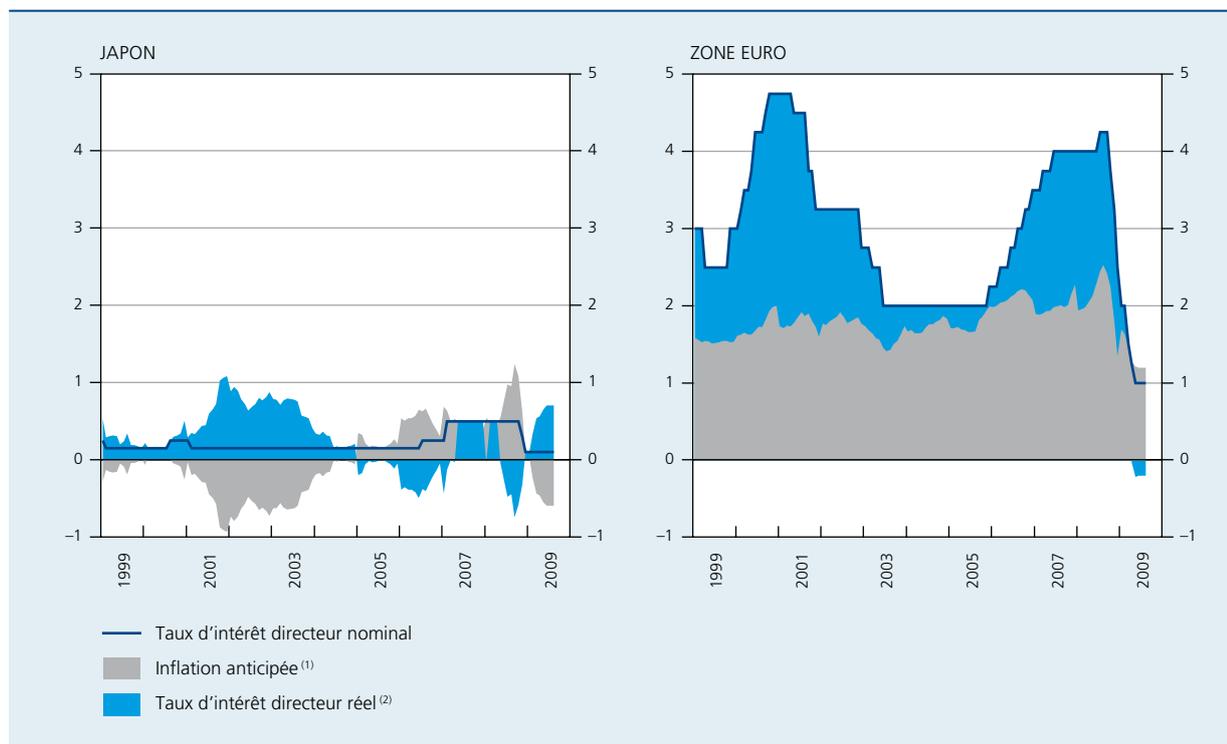
composés des taux directeurs nominaux et des *spreads* consistant en primes de risque et de liquidité, et l'inflation attendue. L'émergence d'anticipations d'inflation négatives (anticipations de baisses des prix) est une caractéristique essentielle de la mauvaise déflation, où les taux d'intérêt réels 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⁽¹⁾. 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 pertinents 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 demeureraient 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 beaucoup moins probable de voir un tel mécanisme déstabilisant se produire, dans la mesure où non seulement les taux effectifs réels mais également leur valeur d'équilibre augmenteraient. Il est dès lors peu probable qu'une déflation initialement bénigne se transforme au fil du temps en une mauvaise déflation.

GRAPHIQUE 3 TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEUR NOMINAL ET RÉEL
(pourcentages)



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 propension à épargner et renforce l'effritement 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⁽¹⁾. 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 d'une forte baisse 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 enregistré la plus forte progression de leur endettement (voir par exemple Groth & Westaway (2003) et King (1994)).

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⁽¹⁾. 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.

La rigidité nominale à la baisse des salaires varie fortement d'un pays à l'autre, en fonction des caractéristiques institutionnelles du marché du travail. Ainsi, au Portugal, les baisses de salaires nominales sont interdites par la loi, de sorte que l'on observe un degré élevé de rigidité nominale à la baisse (Duarte, 2008). En Belgique, par contre, en raison de l'indexation automatique des salaires, la rigidité nominale à la baisse des salaires est globalement inexistante. En effet, en cas d'inflation négative, l'indexation donnera lieu à des adaptations à la baisse des salaires nominaux. Le salaire réel reste ainsi à l'abri d'un éventuel effet haussier dû à la déflation, si bien que les conséquences réelles de la déflation sont moins désastreuses pour les entreprises belges, et donc aussi pour le chômage. En outre, l'existence d'une rigidité nominale à la baisse des salaires chez les partenaires commerciaux pourrait finalement entraîner une amélioration de la position concurrentielle de la Belgique dans un environnement international déflationniste. L'indexation accélère cependant l'effet nominal sur les salaires et les prix, de sorte que la problématique des taux d'intérêt réels et de l'alourdissement de l'endettement exposée ci-dessus est susceptible de se poser avec plus d'acuité en Belgique. Dans une petite économie ouverte telle que la Belgique, l'absence d'effet sur le salaire réel est toutefois peut-être plus importante que l'incidence sur les taux d'intérêt réels ou sur l'endettement. Alors que l'indexation est donc susceptible d'affaiblir les éventuelles conséquences de la déflation en Belgique, ce mécanisme présente dans d'autres cas, par exemple lors de chocs affectant les termes de l'échange, l'inconvénient de compliquer l'adaptation de l'économie, précisément parce que l'adaptation exigée du salaire réel devient plus pénible. Du Caju et al. (2007) arrivent en effet à la conclusion qu'en Belgique les salaires se caractérisent par un faible degré de rigidité nominale mais par un degré élevé de rigidité réelle.

Dans les pays où les salaires ne sont pas indexés, l'étendue de la rigidité nominale à la baisse des salaires augmente en principe à mesure que l'inflation diminue, et le phénomène aura bien sûr tendance à s'amplifier dans un environnement déflationniste. Une bonne illustration de ceci est présentée dans Fehr et Goette (2005). Ces derniers démontrent en effet que le recul de l'inflation en Suisse, où elle est passée de 4,7 p.c. en 1991 à 0 p.c. en 1997, s'est accompagné de distorsions dans la distribution des modifications salariales enregistrées dans les données individuelles. L'histogramme relatif à 1997 est en effet moins symétrique que celui de 1991, et la déformation tient au fait que l'on observe moins d'adaptations à la baisse du salaire réel en 1997 qu'en 1991, précisément parce que la part des salaires qui sont demeurés inchangés (et n'ont donc apparemment pas pu être adaptés à la baisse) a sensiblement augmenté (elle est passée de moins de 5 p.c. en 1991 à près de 20 p.c.

(1) Lorsque la déflation est le résultat d'un choc positif d'offre, une hausse du salaire réel n'est pas forcément problématique puisque la valeur d'équilibre de celui-ci 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 également 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). À 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 analysées 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 dégagée 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.

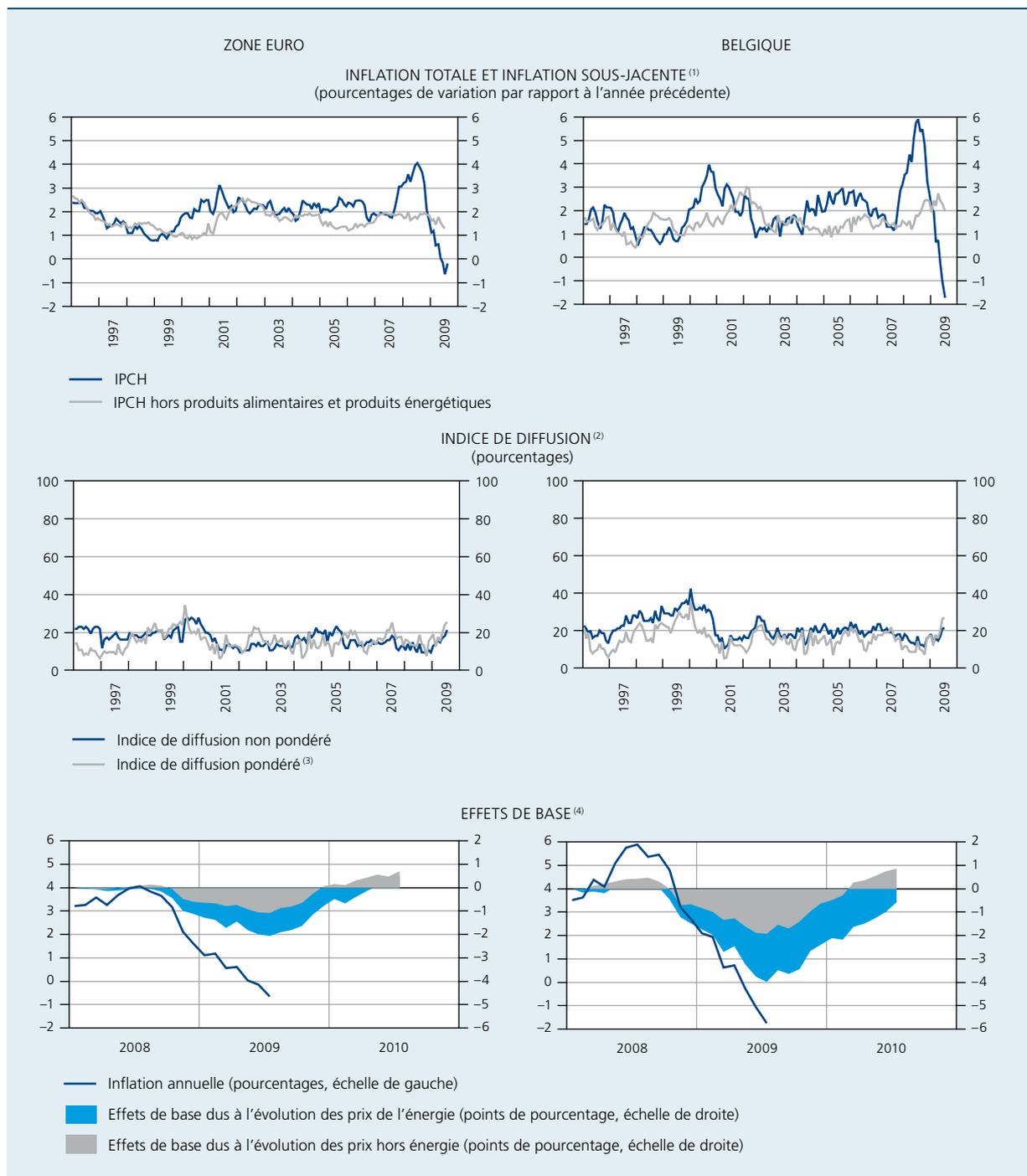
Ces éléments impliquent que la contraction de l'activité et, de manière générale, la faiblesse de la demande n'ont pas (encore) exercé d'effet marqué sur les prix des produits non alimentaires et non énergétiques et sur ceux des services dans la zone euro et, *a fortiori*, en Belgique. Cela signifie 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'IPCH. 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⁽¹⁾ 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 mois correspondant de l'année précédente. L'incidence des effets de base est quantifiée comme la contribution à la variation de l'inflation qui trouve son origine dans un écart de la variation sur une base mensuelle durant la période de base par rapport au profil de variation habituel. Ces effets mensuels ont ensuite été cumulés depuis janvier 2008.

GRAPHIQUE 4 INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉ



Sources : CE, BNB.

(1) IPCH hors produits énergétiques et produits alimentaires.

(2) Part dans le total des catégories de produits ayant subi des baisses de prix.

(3) Pondéré par les poids respectifs des catégories de produits dans l'IPCH.

(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 de l'année précédente. Pour les calculer, la variation mensuelle de l'IPCH a été comparée, pour chaque mois, au profil de variation habituel. Cette méthode permet de prévoir l'incidence des effets de base au cours des douze prochains mois.

considérable sur l'inflation au premier semestre de 2009. L'incidence à la baisse des effets de base a encore quelque peu augmenté en juin et juillet, les mois où l'inflation a

atteint un sommet en 2008. Le rôle des effets de base est plus marqué en Belgique que dans la zone euro, étant donné que l'inflation y avait augmenté beaucoup

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'IPCH 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 la 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.

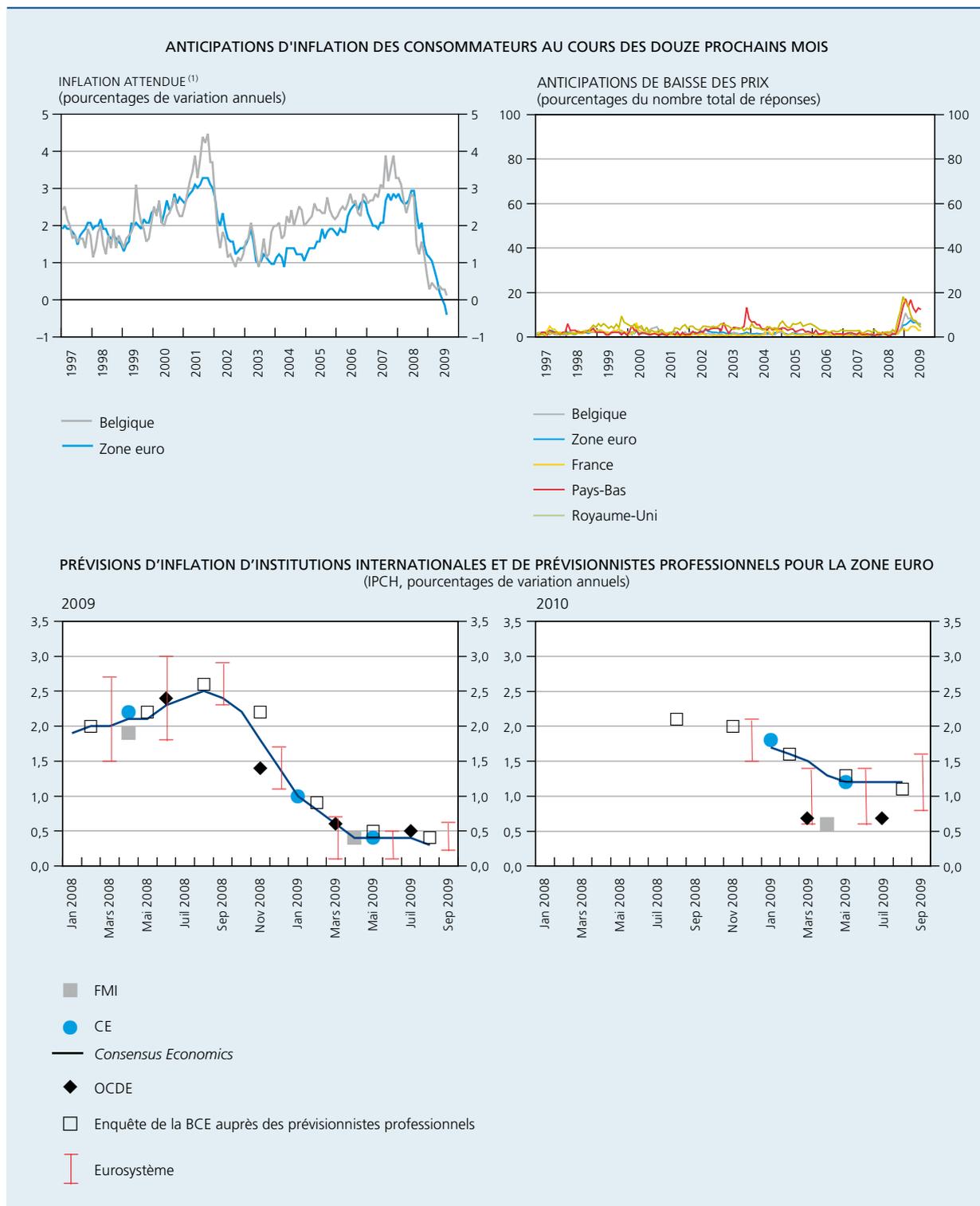
Il est intéressant, pour l'analyse du risque de déflation, d'examiner quelle proportion des consommateurs répond s'attendre à une baisse des prix à la consommation. Dans le passé, cette proportion était négligeable, à l'exception d'une légère progression observée aux Pays-Bas en 2003, lorsque le pays 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 susmentionné 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'ampleur 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 À COURT TERME



Sources : CE, FMI, OCDE, Consensus Economics, BCE, BNB.

(1) Solde des réponses à l'enquête de la CE, converti en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH selon la procédure de standardisation décrite dans Aucremanne, L., M. Collin et T. Stragier (2007).

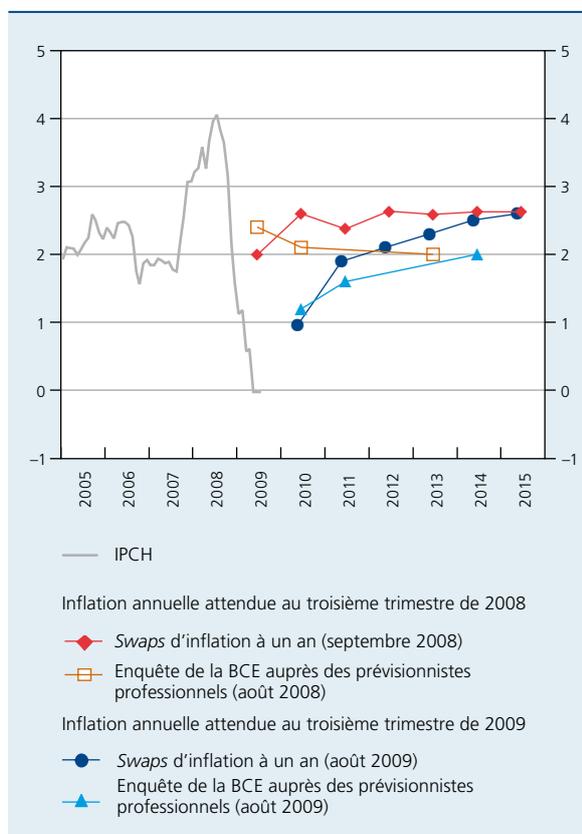
entre l'inflation et ses anticipations à long terme (au moins jusqu'en 2011).

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⁽¹⁾. 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. Si l'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 revoient 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⁽²⁾. 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 À PLUS LONG TERME POUR LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



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 contrats de *swaps* d'inflation reflètent l'inflation attendue pour le mois précédant de trois mois la date d'échéance du *swap* d'inflation. Ainsi, les contrats échéant en août 2009 reflètent l'inflation attendue pour le mois de mai tandis que les contrats échéant en septembre 2008 reflètent l'inflation attendue pour le mois de juin.

(2) Elles reposent par ailleurs sur les 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 favorisera 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⁽¹⁾. Si les agents économiques estiment que les autorités vont tout mettre en œuvre pour éviter la déflation, les anticipations

d'inflation demeureront 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 de ces variables. Lorsqu'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⁽²⁾. 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 étonnement 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. également Gerlach (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 bancaire. Tel n'est pas le cas dans nos propres calculs. De petits écarts par rapport aux résultats publiés précédemment par le FMI peuvent aussi être attribuables à 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 tiers 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 ?

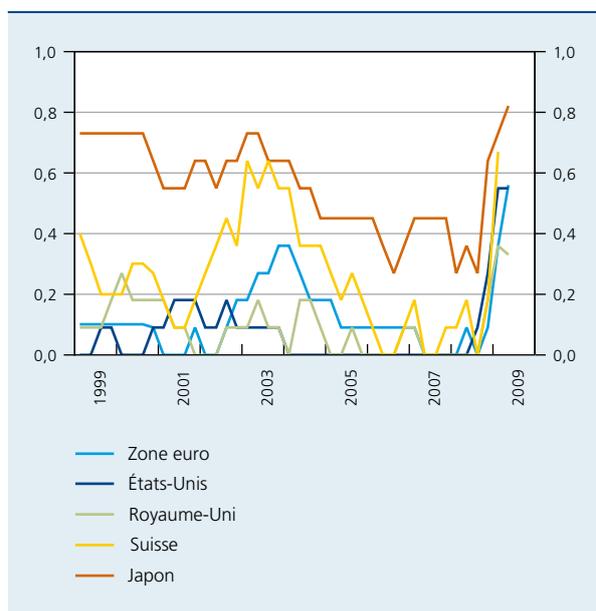
Dans le cadre de l'interprétation de cet indicateur, il convient de préciser que ce dernier ne tient pas compte des anticipations d'inflation (en l'absence de mesures comparables entre les différents pays) et que les surcapacités de production sont extrêmement difficiles à mesurer précisément, du moins 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 s'est substantiellement accru dans presque toutes les économies industrialisées, à la fois au dernier trimestre de 2008 et au cours des deux premiers trimestres de 2009. Le risque déflationniste est surtout considérable au Japon et en Suisse. Il n'est pas négligeable dans la zone euro ni

aux États-Unis; 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

GRAPHIQUE 7 INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DU RISQUE DE DÉFLATION SELON LA MÉTHODOLOGIE DU FMI ⁽¹⁾
(moyenne des scores binaires des onze indicateurs partiels)



Sources: FMI, BNB

(1) Cf. FMI (2003) et la mise à jour proposée dans Decressin et Laxton (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 du rôle stabilisateur 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 ce 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.

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 (Buitier, 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'IPCH inférieure à 2 p.c. – *mais proche de ce niveau* – dans la zone euro. Lorsque la précision « 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

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 plus 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.

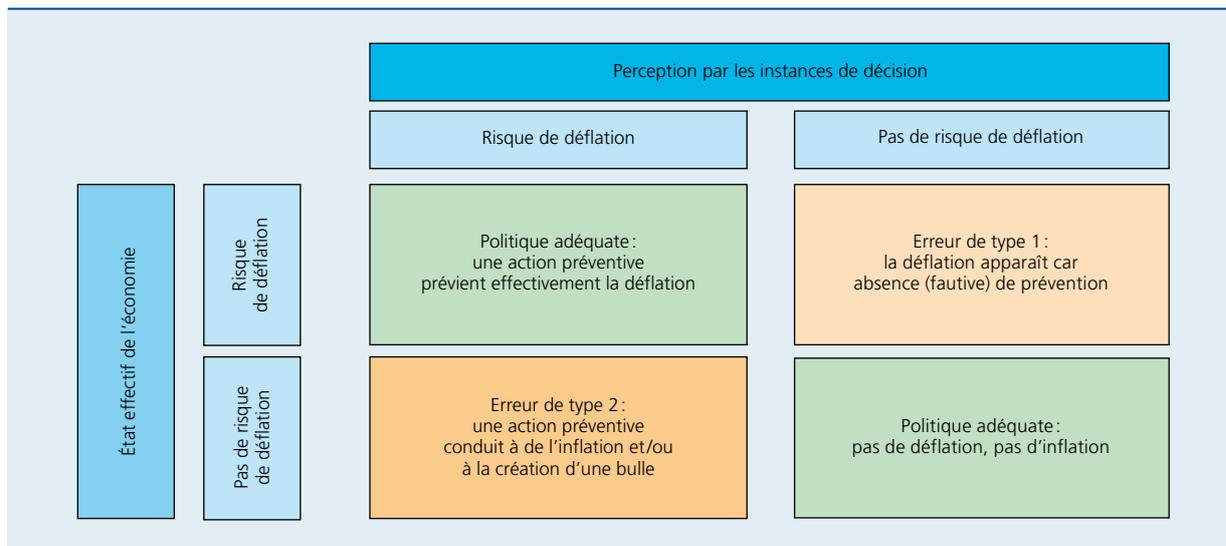
L'on notera que cette limite inférieure est en théorie égale à zéro, mais que dans la pratique, il faut tenir compte du fait qu'un taux très bas peut nuire à la rentabilité des banques et d'autres organismes financiers, ce qui a une incidence sur la transmission des impulsions données par la politique 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⁽¹⁾.

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 succinctement 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 principal à 0,25 p.c. le 8 juillet. Étant donné que la différence entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux de la facilité de dépôt a été maintenue 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 »



À 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, eu 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 ».

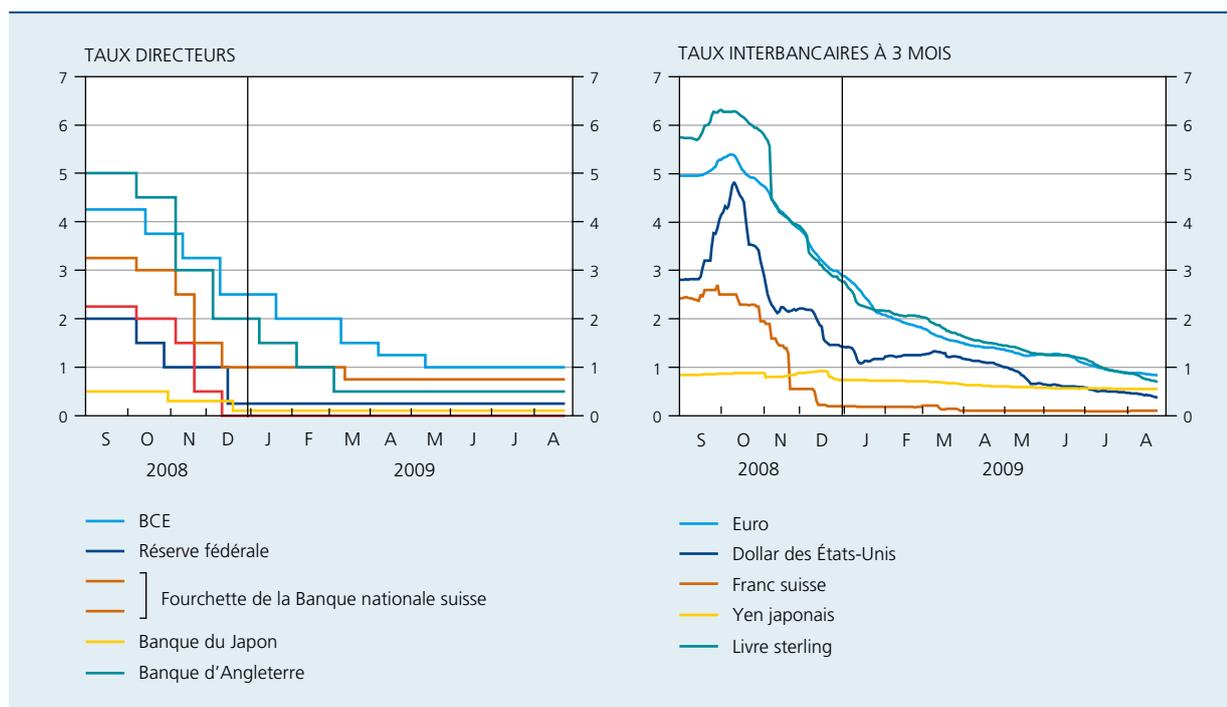
Bref aperçu de la politique menée à partir de septembre 2008

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 schématique 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

	Eurosystème	Réserve fédérale	Banque du Japon	Banque d'Angleterre	Banque nationale suisse
Large octroi de liquidités	X	X	X	X	X
Assouplissement quantitatif			X (jusqu'en mars 2006)		
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					X
Objectif de niveau des prix					

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

passé récent, appliqué explicitement un assouplissement quantitatif, entre mars 2001 et mars 2006. Nonobstant le fait que la base monétaire a crû de quelque 70 p.c. au cours de la période visée, l'effet sur les anticipations d'inflation a été négligeable. Svensson (2009) attribue ce phénomène à l'incapacité d'une banque centrale à créer de manière crédible l'anticipation d'une hausse permanente de la masse monétaire et, partant, à avoir un effet positif sur le niveau des prix attendu. En effet, rien n'empêche la banque centrale de réduire ultérieurement la masse monétaire. De nombreuses mesures adoptées aujourd'hui, comme l'octroi plus abondant de liquidités, entraînent dans les faits une extension du bilan des banques centrales et, dans de nombreux cas, une progression du niveau de la base monétaire. Elles ne sont cependant pas, ou du moins beaucoup moins explicitement, englobées dans l'assouplissement quantitatif, dans la mesure où elles se concentrent plutôt sur l'actif du bilan des banques centrales. Dans le cas spécifique de l'Eurosystème, il convient en outre de préciser qu'aucun objectif n'a été fixé concernant le niveau des réserves de base monétaire, une caractéristique essentielle de l'assouplissement quantitatif, étant donné que l'ampleur des réserves détenues par les banques auprès de l'Eurosystème dépend intégralement de la demande des banques et qu'elle n'est pas activement pilotée par l'Eurosystème. Les mesures non conventionnelles adoptées par l'Eurosystème sont examinées dans l'encadré 3.

Les mesures se concentrant sur l'actif du bilan des banques centrales sont souvent qualifiées d'assouplissement du crédit (*credit easing*), un terme qui a été utilisé pour la première fois dans Bernanke (2009). L'assouplissement du crédit met l'accent sur les évolutions qualitatives du bilan des banques centrales, plutôt que sur le simple fait que la plupart de ces mesures engendrent une extension

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⁽¹⁾. 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 inventorier tous sortirait 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 certains économistes, il s'agit de la façon la plus efficace de créer des anticipations d'inflation positives (Svensson, 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. À 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'éclatement 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.

Ahearne 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.

Aucremanne 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») 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.

Buiter 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 IWFP 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.