

## Économie américaine

### *Déflation : risques, sources et conséquences*

#### Sommaire

1. Le niveau des prix aux États-Unis croît de plus en plus lentement, à tel point que l'on peut craindre qu'il se mette à décroître et engendre une situation de déflation.
2. Le monde occidental n'a pas vu de déflation grave depuis les années 1930. À cette époque, la chute des prix avait fait s'écraser la consommation et avait causé de graves problèmes financiers aux États-Unis et dans plusieurs pays d'Europe.
3. Le Japon vit depuis 1995 avec un problème de déflation légère, mais persistante. L'Allemagne court également un risque non négligeable de connaître une période de déflation.
4. La possibilité d'une nouvelle période de déflation aux États-Unis provient d'une importante surcapacité de production et d'une éventuelle contagion de la déflation des biens durables au reste de l'économie. Certaines composantes de l'IPC, surtout dans les services, croissent toujours et tempèrent ce risque.
5. La Réserve fédérale et le gouvernement américain ont toutefois à leur disposition des outils pour lutter contre une chute des prix, qui ne sont pas tous utilisés actuellement.
6. Une période de déflation aux États-Unis apparaît comme un risque modéré mais plausible et préoccupant, surtout si l'économie ralentit.

## 1

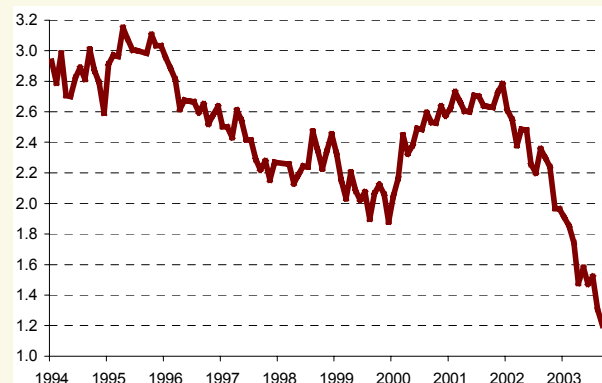
### Pourquoi parler de risques de déflation aux États-Unis ?

Les années 1990 ont mis un terme définitif à la période de forte inflation qui avait connu son pic au début des années 1980<sup>1</sup>. Les variations de l'indice des prix à la consommation (IPC) ont été faibles et stables tout au long de cette période, malgré une activité économique parfois fébrile. Par exemple, l'IPC fondamental<sup>2</sup> est demeuré entre 2 % et 3 % presque sans discontinuer entre 1994 et 2002.

Ce phénomène a commencé à faire voir son revers alors que l'activité économique a ralenti en 2001. L'inflation en a subi les contrecoups en 2002, de sorte

que la progression annuelle de l'IPC fondamental est passée d'environ 2,8 % en 2001 à 1,2 % en septembre 2003.

**LA DÉSINFLATION AUX ÉTATS-UNIS**  
(IPC fondamental, variation annuelle)



Source : Global Insight.

Plusieurs spécialistes croient que cette désinflation accélérée n'est pas souhaitable, puisqu'elle risque de

<sup>1</sup> L'inflation a connu un pic en mars et avril 1980 à 14,6 %.

<sup>2</sup> Aux États-Unis, l'IPC fondamental correspond à l'IPC excluant les aliments et l'énergie. Ces deux composantes sont souvent exclues de l'IPC, car elles sont très volatiles et peuvent faire varier l'indice considérablement en un court laps de temps.

conduire à une situation de déflation<sup>3</sup>, c'est-à-dire une baisse des prix à la consommation sur une longue période.

Présentement, aux États-Unis, les prix augmentent encore, mais la déflation semble bien installée dans certains secteurs, par exemple celui des biens durables. Mais pourquoi se préoccuper d'une telle situation ? L'histoire économique nous donne une réponse.

## 2

### Théorie et histoire de la déflation

Il faut remonter aux années 1930 pour retrouver une déflation à grande échelle dans les pays occidentaux. Aux États-Unis, le niveau des prix a baissé de 24 % entre août 1929 et mars 1933, surtout à cause de la destruction monétaire causée par des faillites bancaires généralisées.

La plupart des taux de change étant fixes, la déflation s'est propagée à un grand nombre de pays d'Europe qui ne pouvaient dévaluer leur monnaie pour éviter la contagion.

Cette déflation a eu nombre de conséquences désastreuses. D'abord, plus faible est l'inflation, plus il est difficile pour la banque centrale de commander des taux d'intérêt réels<sup>4</sup> négatifs afin de stimuler l'activité économique.

Lorsque les prix déclinent, ce problème est exacerbé, puisque la banque centrale ne peut fixer de taux directeur négatif. Dans un tel contexte, les outils traditionnels de la politique monétaire deviennent inefficaces à contrer la faiblesse de l'activité économique.

Si la déflation est assez longue, les attentes des consommateurs peuvent intégrer la baisse continue des prix. Ceci pèse sur la consommation, puisque la baisse des prix incite les agents économiques à reporter leurs achats.

<sup>3</sup> On parle de désinflation lorsque le taux d'inflation, c.-à-d. l'augmentation des prix, ralentit. On parle de déflation lorsque le taux d'inflation tombe en dessous de zéro et que les prix eux-mêmes se mettent à baisser.

<sup>4</sup> Le taux d'intérêt réel correspond au taux d'intérêt moins l'inflation. C'est la principale mesure de la souplesse de la politique monétaire. Par exemple, lorsque l'inflation est à 10 %, un taux d'intérêt de 5 % est très expansionniste, alors qu'il est très restrictif si les prix augmentent seulement de 2 % par an. Le taux d'intérêt réel tient compte de cette distinction.

Cette baisse de la consommation déprime l'activité économique générale, induisant de nouvelles baisses de prix. Un cercle vicieux de la déflation se crée alors, d'autant plus dangereux que la banque centrale peut être impuissante à le briser.

Une forte déflation peut également avoir un effet déstabilisant sur le système financier. D'abord, comme la valeur réelle des dettes augmente quand le niveau des prix et des revenus diminue, la déflation redistribue la richesse des débiteurs aux créanciers, fragilisant la situation financière des premiers.

De plus, les gains des créanciers sont souvent annulés par la perte de valeur des actifs en nantissement, comme les propriétés hypothéquées, qui se produit presque toujours au même moment. Si les bases du système sont déjà fragiles, la déflation et la détérioration des finances des débiteurs et des créanciers peuvent se traduire par une spirale de mauvaises créances et de faillites bancaires.

Ce sont là les trois principales manières dont la déflation affecte la croissance économique, mais ce ne sont pas les seules. Elle a aussi un effet défavorable sur l'emploi, puisque les salaires sont rigides à la baisse et s'ajustent plus lentement que les prix. Les salaires réels peuvent devenir trop élevés et peser sur le marché de l'emploi, provoquant une hausse du chômage.

La déflation décourage aussi l'épargne productive et l'investissement, les épargnants obtenant un rendement positif en termes réels même en cachant leur argent sous le matelas. De la même manière, les banques sont découragées de prêter leur argent quand elles peuvent obtenir un rendement réel positif en n'encourant aucun risque. On appelle cet effet le « piège de la liquidité » (*liquidity trap*).

Aux États-Unis, au début des années 1930, et dans la plupart des pays qui ont été touchés à la même période, tous les effets néfastes de la déflation se sont manifestés en même temps. Cependant, ce n'est pas toujours le cas, comme le montrent les exemples contemporains du Japon et, peut-être, de l'Allemagne.

## 3

### Horizons : le Japon et l'Allemagne

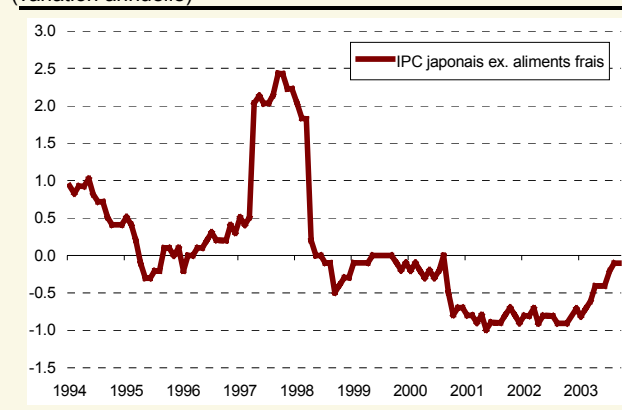
#### Le Japon

Depuis la Seconde Guerre mondiale, un seul pays industrialisé a connu une expérience de déflation un tant soit peu prolongée. Il s'agit du Japon, où le niveau

des prix a commencé à diminuer en 1995. Après un bref retour de l'inflation en 1997, la déflation a repris pour ne plus s'arrêter.

Malgré tout, la déflation au Japon reste tout de même très contenue par rapport à l'expérience des années 1930. Le niveau général des prix est resté stable en moyenne depuis 1995 – mais a baissé de 0,7 % par an entre 2000 et 2002.

#### BAISSE LÉGÈRE DU NIVEAU DES PRIX JAPONAIS (variation annuelle)



Source : Datastream.

La déflation s'est installée graduellement au Japon à la suite de la correction considérable des prix des actifs du début des années 1990, qui s'est accompagnée d'une sévère récession et d'une baisse du prix de l'immobilier. Cette correction a fragilisé le système financier.

En partie à cause de cela, la reprise ne s'est jamais vraiment engagée au Japon et l'inflation a ralenti régulièrement de 1990 à 1995. La politique fiscale de stimulation, bien intentionnée mais mal conçue, n'a pas pu y changer grand-chose.

Il fait peu de doute que la politique monétaire de la Banque du Japon s'est adaptée tardivement à l'environnement de faible inflation et, par la suite, de déflation. En partie à cause d'attentes trop optimistes concernant la croissance économique, la déflation s'est installée avant que la Banque ne consente à fixer des taux d'intérêt réels négatifs et donner une poussée stimulante à l'économie. Malheureusement, en présence de déflation, même un taux d'intérêt nul n'est pas suffisant pour redonner vigueur à l'économie, comme la Banque a pu ensuite s'en apercevoir.

La déflation a aussi eu des répercussions sur le système financier japonais. Les institutions japonaises ont beaucoup souffert du fait qu'elles avaient prêté des fonds en acceptant en gage des propriétés et des valeurs mobilières. Or, les prix de ces deux catégories

d'actifs ont fortement diminué avec l'éclatement de la bulle de 1989-1990. Cela a entraîné une vague de mauvaises créances qui a rendu le système financier japonais très fragile.

Contrairement au gouvernement américain dans les années 1930, le gouvernement japonais n'a pas laissé les banques faire faillite; il est au contraire venu à leur rescousse à plusieurs reprises. Cependant, la déflation et la baisse des prix des actifs restent une source abondante de mauvaises créances et un obstacle à la consolidation du bilan des institutions financières.

La consommation a également pâti des attentes déflationnistes qui se sont incrustées. Principale composante de la croissance économique, elle était déjà atone lorsque la déflation s'est installée. Entre autres, le vieillissement rapide de la population a joué et joue toujours un rôle dans le piétinement de la consommation. Mais les attentes de baisses de prix rendent plus difficile encore toute reprise éventuelle.

Les autres effets sont plus difficilement identifiables. L'emploi est généralement en baisse au Japon, mais il est difficile de dire s'il s'agit d'un effet de la déflation ou simplement une conséquence de la stagnation économique qui afflige le pays depuis 10 ans. Aussi, il semble que le comportement des Japonais par rapport à l'épargne n'ait pas été sensiblement modifié par l'arrivée de la déflation.

L'investissement continue d'être contenu par les capacités excédentaires de l'économie, et non pas par le manque d'épargne productive. Au contraire, l'épargne surpasse l'investissement tant et si bien que le Japon dégage année après année un excédent substantiel au compte courant.

#### L'Allemagne

Selon plusieurs experts, l'Allemagne court un risque non négligeable de connaître une période de déflation prochainement. Plusieurs facteurs concourent à déprimer les prix. La demande interne est faible depuis la fin du sursaut lié à la réunification, ce qui a éloigné au fil du temps l'économie de son potentiel de production. L'emploi reste atone. Les prix des actifs mobiliers et immobiliers ont considérablement baissé.

Comme l'Allemagne ne dispose pas d'une politique monétaire indépendante depuis son adhésion à la zone euro et l'instauration de la Banque centrale européenne (BCE), elle ne peut stimuler son économie de façon indépendante. Il est cependant vraisemblable que la BCE prend maintenant au sérieux la possibilité de déflation en Allemagne, qui pourrait avoir des

conséquences néfastes importantes sur les autres pays de la zone monétaire européenne.

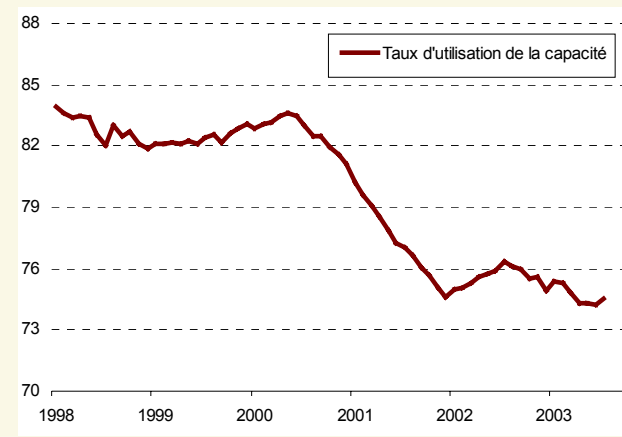
Par ailleurs, la situation actuelle aux États-Unis ne se compare pas à celles du Japon et de l'Allemagne, mais certains éléments y sont quand même préoccupants.

## 4

**Les risques aux États-Unis**

Les risques que la déflation s'installe aux États-Unis demeurent partagés entre les pressions à la baisse du côté des biens et la vigueur relative du secteur des services.

D'un côté, le boum des investissements qui s'est produit à la fin des années 1990 a créé une capacité de production importante. Étant donné le ralentissement de la demande depuis 2001, cette capacité s'avère inutile, comme le montre pour le secteur industriel la baisse de son taux d'utilisation.

**FAIBLE UTILISATION DE LA CAPACITÉ INDUSTRIELLE**  
(en pourcentage)

Source : Global Insight.

Pour les entreprises, le coût d'un accroissement de la production diminue, ce qui fait qu'elles peuvent réduire leurs prix et satisfaire aisément à la demande qu'elles créent ainsi. Elles n'ont plus besoin d'investir pour pouvoir le faire, ce qui fait bien sûr baisser la demande d'investissement.

Comme la demande agrégée pour plusieurs produits croît plus lentement que les entreprises ne l'avaient prévu à la fin des années 1990, elle doivent s'accaparer des parts de marché existantes pour accroître substantiellement leurs ventes. Elles sont ainsi fortement incitées à diminuer les prix qu'elles chargent.

Peu d'amélioration semble pouvoir survenir à court terme du côté des capacités de production. Le potentiel irréaliste de l'économie américaine est si grand qu'il faudrait qu'elle croisse d'environ 4 % à rythme annuel jusqu'à la fin de 2004 pour qu'il soit totalement épongé.

Les attentes sont également un facteur important dans l'évolution du niveau des prix. Les économistes s'attendent toujours à ce que l'inflation soit positive dans l'avenir. Les économistes sondés par la Banque de réserve de Philadelphie prévoient un taux d'inflation moyen de 2,5 % pour les dix prochaines années.

Les ménages américains continuent eux aussi de s'attendre à une inflation d'environ 2 %. On ne doit pas perdre de vue cependant que les ménages japonais ont eux aussi continué de s'attendre à une faible inflation jusqu'à ce que la déflation s'installe au pays. Les attentes d'aujourd'hui peuvent donc être rapidement révisées à la baisse si la situation change.

Ajoutons à cela que les pressions sur les prix ne se manifestent pas également dans toute l'économie américaine. Ainsi, certains secteurs présentent déjà une dynamique déflationniste tandis que les prix continuent d'augmenter ailleurs.

Pour le moment, les baisses de prix se confinent essentiellement au secteur des biens. Parmi ceux-ci, elles frappent particulièrement les biens durables. Dans ce secteur, la capacité de production est très élevée, encore plus si l'on compte les capacités que les pays d'outre-mer, par exemple la Chine, peuvent consacrer à l'exportation.

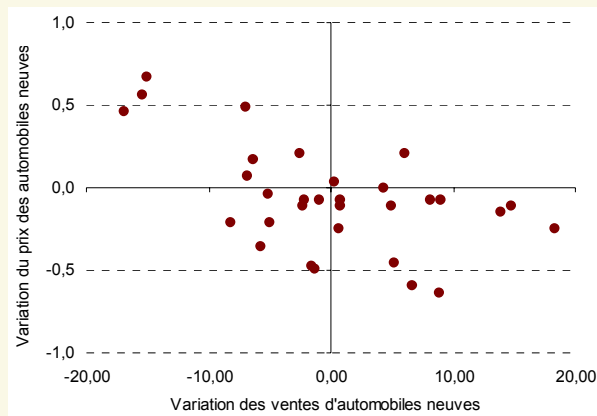
L'exemple du secteur de l'automobile illustre bien les pressions à la baisse qui s'exercent sur les prix des biens aux États-Unis. Le prix des véhicules automobiles neufs a décliné de 0,6 % en moyenne par année depuis 5 ans, et de 1,5 % en 2002. La dernière hausse annuelle des prix remonte à 1997.

À cause de cela, il semble que les consommateurs aient maintenant des attentes déflationnistes au sujet du prix des véhicules neufs. Ainsi, depuis octobre 2001, les ventes ont tendance à chuter chaque fois que les prix montent.

Elles ne grimpent que lorsque les détaillants annoncent des rabais exceptionnels, baissant les prix en deçà des attentes des consommateurs. Lorsque les soldes arrivent à échéance, les consommateurs préfèrent différer leurs achats, croyant que la baisse des prix se reproduira dans l'avenir.

**LES ATTENTES DÉFLATIONNISTES SE SONT INSTALLÉES DANS LE SECTEUR AUTOMOBILE**

(en pourcentage, moyennes bimestrielles, 1998-2003)



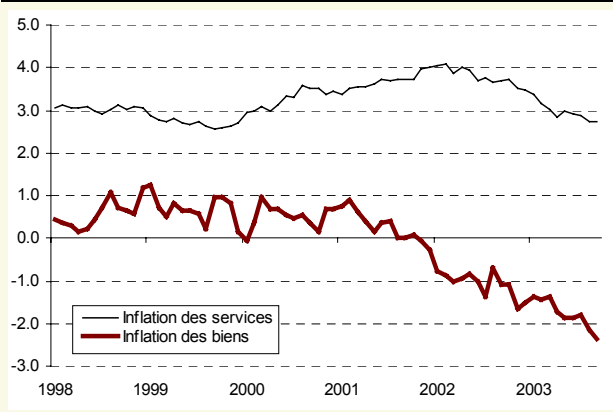
Sources : Global Insight, Datastream.

Comme on le voit sur le graphique ci-dessus, les concessionnaires n'ont presque jamais été en mesure de faire progresser leurs ventes et d'augmenter leurs prix en même temps<sup>5</sup>.

La situation dans le secteur automobile – et pour plusieurs autres biens durables – est un cas classique de déflation. Cependant, la déflation se confine pour l'instant à certains secteurs de l'économie américaine, tandis que d'autres secteurs vont mieux.

**LE PORTRAIT DE L'INFLATION EST TRÈS DIFFÉRENT D'UN SECTEUR À L'AUTRE**

(indices excluant aliments et énergie, variations annuelles)



Source : Global Insight.

Ainsi, les prix des services, qui représentent 60 % de l'IPC, demeurent en hausse. Les entreprises des secteurs de l'éducation et de la santé, entre autres,

<sup>5</sup> En fait, le seul point qui se situe dans le quadrant supérieur droit du graphique correspond à une période à la fin de 2001 où les fabricants d'automobiles ont offert des conditions de financement exceptionnelles pour attirer les consommateurs.

semblent toujours pouvoir maintenir et augmenter leurs prix. Le ralentissement économique n'épargne toutefois pas complètement ces secteurs, qui vivent une légère désinflation.

Le secteur de l'habitation est un autre rempart de l'économie américaine contre la déflation<sup>6</sup>. Jusqu'à présent, la faiblesse des taux hypothécaires lui a permis de conserver une vigueur impressionnante, tant au titre de la revente qu'à celui de la vente de maisons neuves. Mais les taux d'inoccupation et les taux hypothécaires sont en hausse et il se pourrait bien que le dynamisme du secteur du logement s'amointrisse dans les trimestres à venir.

Compte tenu de tous ces facteurs, une étude du FMI datant du printemps 2003 concluait que les risques de voir les États-Unis tomber dans la déflation sont présentement faibles<sup>7</sup>. Une baisse généralisée du niveau des prix ne semble en effet pas pour demain. Toutefois, la situation dans plusieurs secteurs reste très préoccupante, de même que la menace d'une contagion éventuelle au reste de l'économie.

Depuis plusieurs mois, la Réserve fédérale américaine se préoccupe des risques de déflation éventuelle. S'ils s'accroissent, elle devrait mettre en œuvre de nouveaux moyens pour les combattre. Comme le montre la section suivante, elle dispose de plusieurs avenues pour ce faire.

## 5

**Les instruments des politiques contre la déflation**

Les banques centrales modernes, dont la Réserve fédérale, ont à leur disposition plusieurs instruments pour combattre la déflation. De plus, elles connaissent maintenant bien les ravages qu'elle peut faire, ce qui n'était pas le cas au début des années 1930.

Une expansion monétaire, signalée par un abaissement du taux d'intérêt réel et parfois une dépréciation du change, est la première arme pour contrer la déflation. En stimulant la demande intérieure et les exportations et en favorisant un renchérissement des importations, ces mesures peuvent avoir pour effet d'augmenter le niveau des prix.

<sup>6</sup> Même si le prix des maisons n'entre pas dans le calcul de l'IPC, il y est indirectement puisqu'un montant est imputé pour la valeur du service de logement que l'actif procure à son propriétaire, s'il y a lieu.

<sup>7</sup> *Deflation : Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force*, FMI, avril 2003.

Il est possible toutefois qu'elles ne soient pas suffisantes, par exemple si l'inflation chute plus vite que le taux d'intérêt à des niveaux très bas, ou bien si l'économie souffre de problèmes structurels tels que la provision de liquidités additionnelles ne suffit pas à influencer la demande.

Les autorités peuvent aussi agir sur la politique fiscale pour relancer la demande. Il s'agit alors d'augmenter les dépenses gouvernementales ou de réduire les taxes et les impôts. Dans tous les cas, le gouvernement doit s'efforcer de maximiser l'effet de son action sur l'activité économique. Il est plus efficace d'injecter des fonds dans des secteurs où l'effet multiplicateur<sup>8</sup> est élevé, et de donner des liquidités à ceux qui vraisemblablement les dépenseront – au premier chef les pauvres et les chômeurs.

Le gouvernement doit essayer d'agir sur la confiance en relançant la consommation ou l'investissement. Mais dans un cas comme dans l'autre, les mesures fiscales ont presque toujours un impact temporaire. Elles ne peuvent donc pas nécessairement suffire à ramener l'activité économique à un niveau élevé et à sortir l'économie de la déflation.

Les mesures fiscales sont donc plus indiquées comme complément à une politique monétaire expansionniste; utilisées seules, elles peuvent conduire à moyen terme à une accumulation néfaste de déficits publics.

Si la combinaison de politiques fiscale et monétaire expansionnistes ne réussit toujours pas à susciter assez de demande pour créer de l'inflation, la banque centrale peut avoir recours à des moyens non conventionnels.

D'abord, elle peut tenter d'influencer directement les attentes inflationnistes en fixant une cible d'inflation explicite positive. L'expérience a été tentée en Suède dans les années 1930 avec un certain succès. Depuis quelques années, plusieurs économistes recommandent à la Banque du Japon de faire de même, mais elle a jusqu'à présent refusé de suivre cette voie.

De même, si les taux de long terme demeurent trop élevés et freinent la croissance, la banque centrale peut intervenir sur le marché des obligations en achetant des titres de long terme du gouvernement, ou même de sociétés. Elle peut aussi refinancer les

dettes de sociétés en difficultés financières. Si la situation se détériore toujours, elle peut envisager d'acheter des actifs privés sur les marchés.

L'utilisation d'outils non conventionnels permettrait presque certainement à la banque centrale de mettre fin à la déflation et même de relancer l'inflation. Mais ils présentent aussi des risques par rapport aux techniques courantes de gestion monétaire.

Tout d'abord, ils ne sont pas nécessairement à la disposition de la banque centrale étant donné le cadre institutionnel en vigueur. La Réserve fédérale américaine, par exemple, ne peut par sa loi constitutive acheter de titres privés. Et même si elle pouvait le faire, il n'est pas aisé d'imaginer comment elle pourrait racheter des titres ou des capitaux privés sans entacher son impartialité et sa réputation.

## 6

### Conclusion

L'éventualité d'une déflation aux États-Unis apparaît comme un risque modéré, mais plausible et préoccupant, surtout si l'activité économique ralentit.

Toutefois, la Réserve fédérale, instruite par les expériences japonaise et allemande, prête déjà attention à ce risque et semble prête à utiliser tous les moyens à sa disposition pour l'éviter.

---

Produit par la Direction de la conjoncture internationale et financière avec la contribution de Charles-Antoine Allain, Isabelle Poulin, Philippe Drouin et Christine Breton.

Pour plus d'information, communiquer avec Marc Sirois, directeur, au (418) 644-5734.

<sup>8</sup> L'effet multiplicateur est l'impact d'une dépense publique sur la croissance économique qui se produit du fait que les gens qui reçoivent la somme de l'État, par exemple sous forme de salaire, achètent à leur tour des biens de fabrication locale.