

La déflation

Sources, risques et conséquences

Louis de Charsonville

Banque de France

10 juin 2015

Ce document reflète les idées personnelles de son auteur et n'exprime pas nécessairement la position de la Banque de France.

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

Qu'est-ce que la déflation ?

Définition stricte

La déflation est la baisse *généralisée* et *durable* de la mesure agrégée des prix.

Définition élargie

La déflation est la baisse *généralisée* et *durable* de la mesure agrégée des prix *conduisant à un ralentissement de la production et de la demande de biens*.

Les différentes mesures de l'inflation

Les deux principales mesures de l'inflation en France sont :

- L'Indice des Prix à la Consommation (IPC) mesuré par l'INSEE.
- L'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) publié par Eurostat et harmonisé à l'échelle européenne.

L'inflation se commente généralement en glissement annuel, *i.e.* on regarde la variation de l'indice au cours des douze mois passés.

Conseil des Gouverneurs du 13 octobre 1998

"La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2% dans la zone euro."

Les différentes mesures de l'inflation

L'indice d'ensemble est composé de cinq sous-indices :

- l'alimentaire non-transformé (8%) : viande, poissons, légumes, fruits.
- l'alimentaire transformé (13%) : céréales et autres produits alimentaires.
- les produits manufacturés (26%) : vêtements, appareils électroniques, etc.
- l'énergie (9%) : produits pétroliers, gaz, électricité.
- les services (44%)

L'indice d'ensemble est donc sensible aux variations des matières premières. Afin d'éviter ce biais, d'autres mesures de l'inflation sont utilisées :

- l'inflation hors-énergie
- l'inflation sous-jacente ou *core* : ensemble hors énergie et alimentaire non-transformé.
- l'inflation super sous-jacente ou *supercore* : ensemble hors énergie et alimentaire.

La déflation est différente de l'inflation négative car elle implique une baisse *persistante* des prix et des salaires et *auto-entretenu* du fait des anticipations.

Une inflation négative ne devient déflation que lorsqu'elle coïncide avec un dés-ancrage des anticipations des agents à moyen-terme : les agents anticipent alors une baisse des prix et le pays entre dans une spirale déflationniste.

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

Evolution de l'inflation en Zone Euro

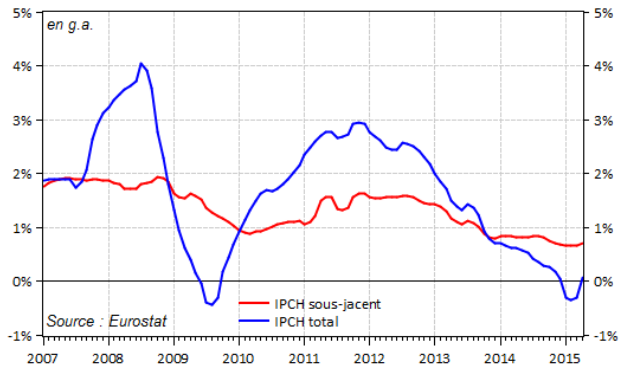


FIGURE: Inflation en Zone Euro

Derniers points : IPCH total = 0.1% // IPCH sous-jacent = 0.7%

Comparaison entre pays de la Zone euro

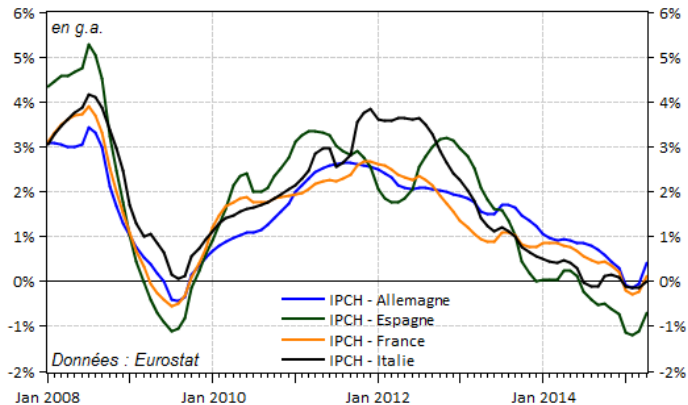
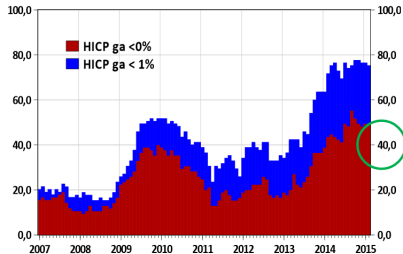


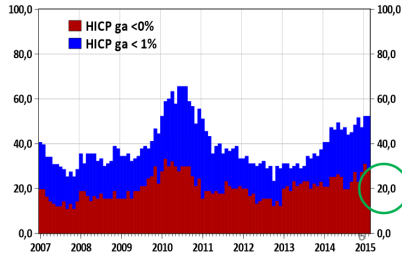
FIGURE: L'inflation dans pays de la Zone euro

La baisse des prix est-elle généralisée ?

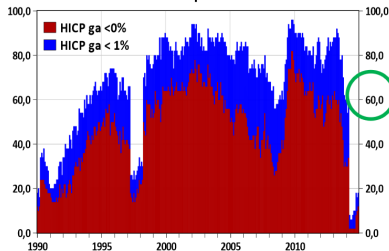
Espagne



Allemagne



Japon



Qu'en est-il des anticipations ?

Mario Draghi, 22 août 2014, Jackson Hole

”Le taux des swaps à cinq ans dans cinq ans – indicateur que nous utilisons habituellement pour définir l’inflation à moyen terme”.

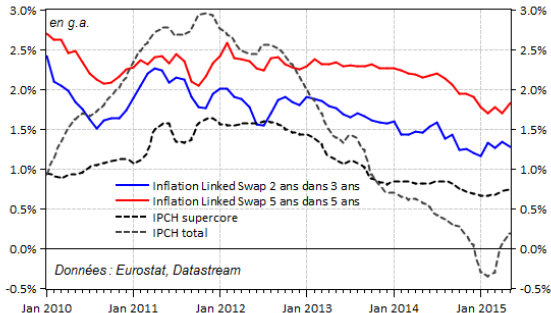


FIGURE: Les anticipations d'inflation en Zone euro

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

La chronologie de la Grande Dépression en 3 grandes phases

Phase 1 : le Krach boursier (24/10/1929)

- Chute du prix des actifs
- Hausse des taux d'intérêts
- Déterioration des bilans bancaires

Phase 2 : la crise bancaire

- Faillites bancaires
- Rationnement du crédit

Phase 3 : la déflation par la dette

- Chute non anticipée du niveau des prix
- Baisse de l'activité économique

Le krach boursier

- À partir du jeudi 24 octobre 1929 : forte chute des cours boursiers qui dure jusqu'en 1932. En moyenne, les cours auront chuté de 87%
- Dans un contexte économique défavorable : déclin de la production industrielle et de la production agricole.
- Qui résulte dans une montée de l'incertitude et conduit à une chute de la consommation et de l'investissement.

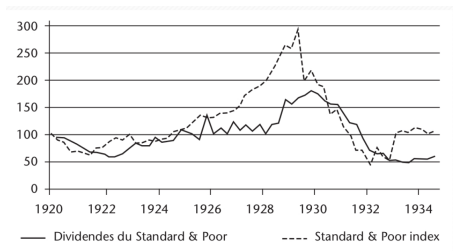


FIGURE: Indice des dividendes et des cours des actions à la Bourse de New York (1920 = 100)

En raison, d'une régulation bancaire très largement insuffisante, le krach boursier débouche sur une crise bancaire : le nombre de banques est divisé par deux entre 1929 et 1932 (de 25'000 à 12'000).

Conséquences :

- baisse du crédit aux entreprises
- chute des prix (pour obtenir des liquidités)
- hausse du chômage (pour éviter de payer les salaires)

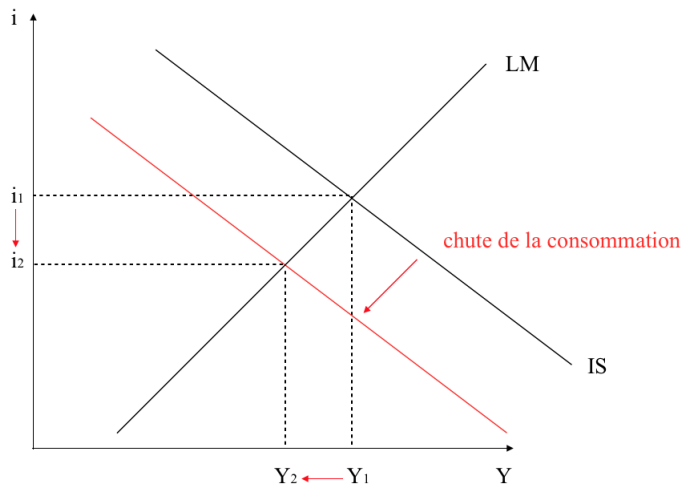
Le krach boursier a deux effets sur le comportement de consommation des ménages américains :

- La chute des cours conduit à une réduction du patrimoine financier des ménages et à une augmentation de l'incertitude → hausse du taux d'épargne.
- Baisse des prix de l'immobilier et forte hausse du poids réel de la dette des ménages (+25% entre 1929 et 1934) [Mishkin, 1978]

En parallèle, la politique budgétaire menée était résolument déflationniste : hausses d'impôts (concentrée sur les ménages modestes) pour équilibrer les finances publiques

→ Chute de la consommation (déplacement vers la gauche de la courbe IS)

Impact sur la courbe IS



Le rôle de la Banque centrale - l'hypothèse monétaire

Selon l'analyse de Friedman et Schwartz (1968), l'élément déclencheur de la crise est la forte réduction de la masse monétaire.

$$M * V = P * T \quad \text{Eq.deFisher}$$

Où M est la masse monétaire, V la vitesse de circulation de la monnaie, P le niveau des prix et T le nombre de transactions. ($P * T \approx PIB$)

Et

$$M = \text{base monétaire} * \text{multiplicateur monétaire}$$

Du fait des faillites bancaires, entre 1929 et 1933 :

- le multiplicateur monétaire passe de 3.7 à 2.4
- la masse monétaire réelle baisse de 27%

→ $M * V$ chute → d'où un fort déclin de la production ($P * T$)

Ainsi, Friedman et Schwartz identifient deux causes à la Grande Dépression :

- Le mauvais rôle de la Federal Reserve qui ne fait pas d'opérations d'*open-market* et relève même les taux en 1931 lorsque le dollar est attaqué.
- La panique des déposants et la montée de l'incertitude après le krach conduisant à une chute des dépôts.

Bernanke (1983) complète cette analyse en montrant que :

- les faillites bancaires ont conduit à une restriction brutale du crédit bancaire.
- Malgré des taux d'intérêts faibles, il n'y a pas de reprise de l'économie en raison d'une chute de l'investissement : les projets viables des entreprises ne sont pas financés faute de crédit.

→ Le volume des prêts commerciaux a diminué de moitié entre 1929 et 1933.

→ La dépense d'investissement s'est effondrée chutant de -90% par rapport à son niveau de 1929.

La crise financière et la crise bancaire qui a suivi ont eu un fort impact sur les autres variables économiques. Ainsi, entre 1929 et 1933 :

- Le chômage passe de 3,2% à 25,2%
- Le niveau des prix chute de 25%

L'effondrement des prix a entraîné une chute de la valeur nette des entreprises et une hausse de l'endettement.

Il en a résulté une contraction économique prolongée et la pire dépression économique subie par les États-Unis.

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

Sans en avoir l'ampleur, la déflation japonaise partage trois points communs avec la crise de 1929 :

- Début de la crise : chute des cours boursiers (-50% au Japon entre 1988 et 1998) et l'effondrement du marché immobilier.
- Crise bancaire et rationnement du crédit
- Déclin de l'activité économique dans un contexte de faible taux d'intérêts (moins de 1%)

Le scénario de la déflation japonaise

La déflation au Japon suit le processus de *déflation de crise* :

- Formation d'une bulle sur les marchés financiers et immobilières entre 1985 et 1990. Au sommet de la bulle immobilière japonaise, la valeur des terrains sous le palais impérial était réputée être deux fois ceux de la totalité de l'État de Californie.
- Éclatement de la bulle début 1990 et début d'une *course à la liquidité* : vente massive d'actifs et nouvelle chute des cours.
- Réaction tardive de la Banque centrale Japonaise : baisse du taux court fin 1995 et augmentation de la base monétaire à partir de 1997.
- Fragilité des banques et inefficacité des investissements publics → Recul continu du crédit bancaire aux entreprises et chute de la production.
- Les taux d'intérêts nominaux atteignent la borne zéro des taux directeurs (ou *Zero Lower Bound*) tandis que les taux d'intérêts réels restent élevés.

Le rationnement du crédit au Japon

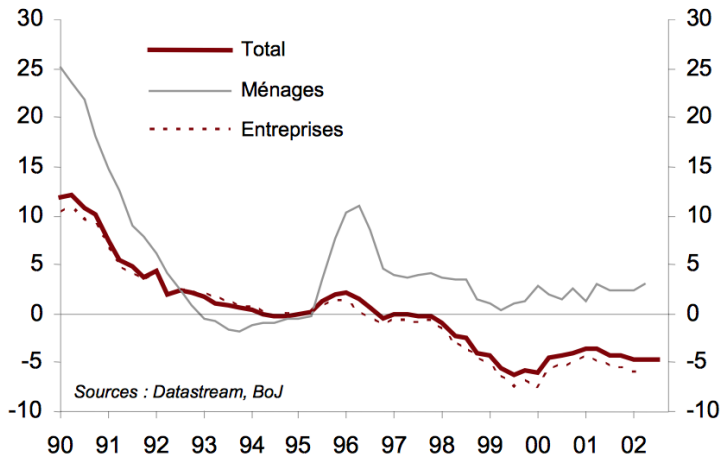


FIGURE: Credit bancaire au Japon (GA en %)

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

Effet Pigou ou effet d'encaissements réelles

En période de déflation, la valeur des encaisses réelles augmente. Il y a toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la richesse des ménages et donc une hausse de la consommation.

La hausse de la masse monétaire réelle conduit également à un déplacement expansionniste de la courbe LM.

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

Le mécanisme de déflation par la dette

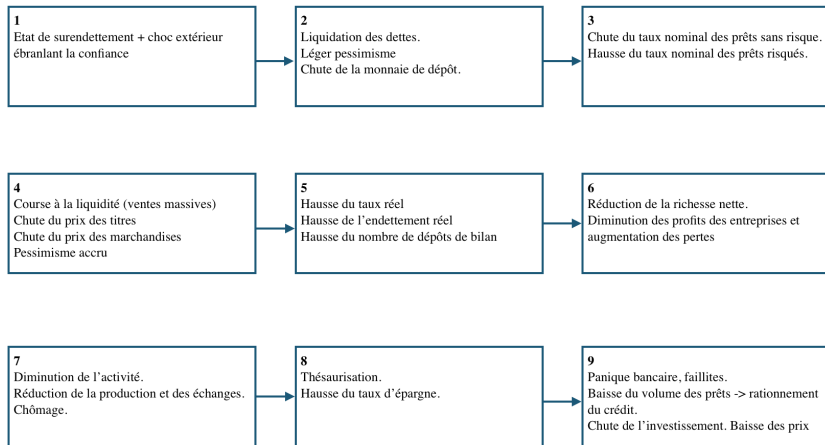


FIGURE: La déflation par la dette (I. Fisher, 1933)

Les effets de la déflation anticipée (1/2)

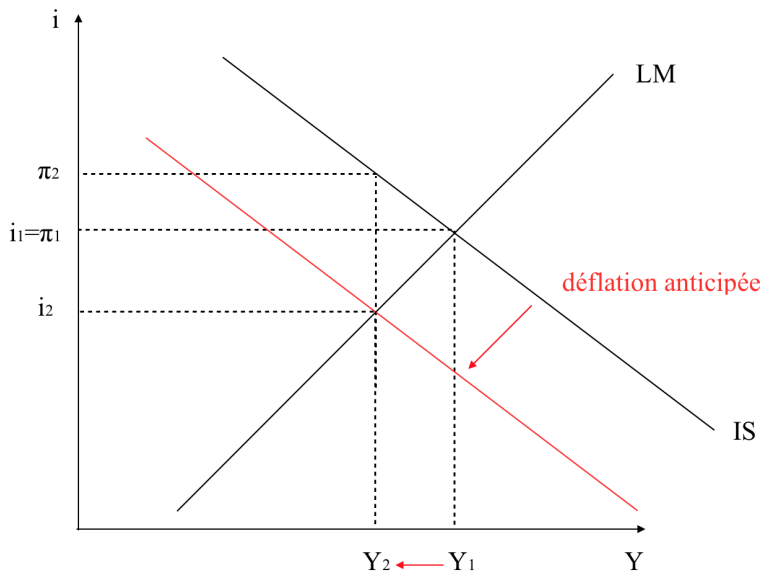
On réécrit le modèle IS/LM en introduisant l'inflation anticipée :

$$Y = C(Y - T) + I(i - \pi^e) + G \quad (IS)$$

$$\frac{M}{P} = L(i, Y) \quad (LM)$$

Si π^e est négatif, le taux d'intérêt réel augmente, conduisant à une chute de l'investissement.

Les effets de la déflation anticipée (2/2)



L'impact sur la consommation et l'emploi

- Lorsque la baisse des prix est anticipée, la consommation des ménages recule, les ménages repoussant à plus tard la décision de consommation.
- Du fait des rigidités nominales à la baisse, la déflation conduit à une hausse des salaires réels et dans un contexte de dépression économique à une hausse du chômage.

En période de déflation, lorsque les taux nominaux sont proche de zéro, la politique monétaire devient impuissante :

- lorsque les taux nominaux sont nuls, les agents sont indifférents entre détenir de la monnaie sous forme de titres ou sous forme d'encaisses réelles.
- L'injection de liquidité devient inefficace.

→ phénomène de trappe à liquidité.

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - **Mesurer le risque de déflation**
 - Combattre le risque de déflation

Plusieurs méthodes pour mesurer les anticipations des agents économiques :

- Les taux de marchés : Swap d'inflation (ILS), les *break-even inflation rate* (BEIR).
- les données de sondages : Consensus Forecast, Survey of Professional Forecasters.

Les taux de marchés

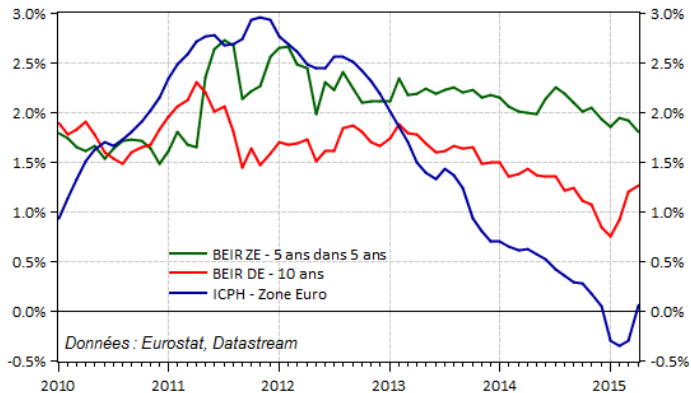


FIGURE: Anticipations d'inflations - taux de marché

Données de sondage

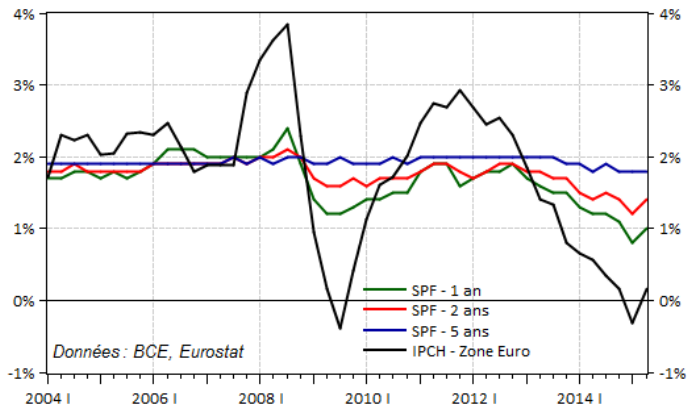


FIGURE: Anticipations d'inflations - données de sondage

Une inflation positive peut traduire une hausse de l'inflation dans certains secteurs et une baisse dans d'autres. Exemple :

Une cible d'inflation à 2% est compatible avec une inflation dans les services à 3% et une inflation dans le reste de l'économie à 1%.

Or, les salaires, les loyers et les taux d'intérêts réels sont fonctions de l'inflation. → Il en résulte une baisse de la compétitivité ciblée dans certains secteurs.

- 1 Quelques faits stylisés
 - Définitions
 - La situation actuelle en Zone euro
- 2 Deux exemples historiques de déflation
 - La Grande Dépression
 - la décennie perdue japonaise
- 3 Les effets de la déflation
 - Les effets stabilisateurs - l'effet Pigou
 - Les effets déstabilisateurs
- 4 Prévenir la déflation
 - Mesurer le risque de déflation
 - Combattre le risque de déflation

Les outils de politique monétaire pour prévenir le risque de déflation

- Fournir des liquidités aux banques en cas de crise bancaire afin d'éviter les faillites massives. (Risque : aléa moral)
- Baisse des taux directeurs, critères moins stricts pour l'éligibilité des collatéraux et le montant de la réserve obligatoire.
- Recours aux mesures monétaires non-conventionnelles (rachat d'actifs).
- Le rôle de la gouvernance et l'effet de signal : *Forward Guidance* aux Etats-Unis, discours de M.Draghi à Jackson Hole " *Whatever it takes*".

Les taux directeurs aux États-Unis et dans la Zone Euro

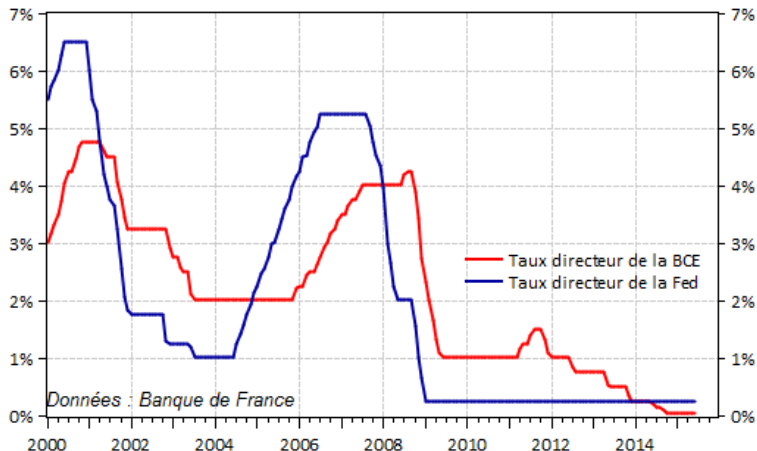


FIGURE: Taux directeurs principaux de la Fed et la BCE

Les politiques non-conventionnelles mises en place par la BCE

- Octroi de liquidités à long-terme (3 ans) et à taux d'intérêt bas (novembre 2011 et février 2012) (*Very Long Term Refinancing Operation*) pour 1'000Md (montant net : 500Md)
- Programme *Securities Markets Programme* (SMP), mai 2010 : achat de titres grecs. À partir de mi-2011 achat de titres italiens et espagnols.
- Baisse du taux des réserves obligatoires des banques : a permis de libérer 100Md pour les banques européennes
- Élargissement des collatéraux acceptés pour les opérations de refinancement.
- Assouplissement quantitatifs (*Quantitative Easing*) : Achat chaque mois de 60 milliards d'euros de titres de dettes jusqu'en septembre 2016.

→ Ces mesures ont entraîné une dépréciation de l'euro et une baisse des taux longs (assouplissement du poids de l'endettement).

Parallèlement, plusieurs mesures prudentielles ont été mises en place afin de consolider le bilan des banques et assurer le bon fonctionnement du système financier :

- Union Bancaire : mise en place du mécanisme de supervision unique, du système de garantie européenne des dépôts, et d'exercice d'évaluation en amont (*stress tests*).
- Loi de séparation bancaire et de régulation du 23 juillet 2014 : création d'une filiale ségréguée pour certaines activités de marché, évolution du cadre de la résolution
- évolution de la réglementation : mise en place de Bâle III qui augmente les ratios de solvabilité et de Solvabilité II.
- encadrement des pratiques bancaires : loi Lagarde sur le surendettement et le crédit à la consommation. Plafonnement des crédits bancaires.

- Revoir la cible d'inflation : O.Blanchard propose de la passer à 4% [Blanchard, 2010]
- Renforcer les mesures prudentielles.

Des questions ?



M. Friedman, A. Schwartz 1983

A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton : Princeton University Press, 1963



B. Bernanke, 1983

Non monetary effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, American Economic Review,,June 1983.



Cercle des économistes, 2003

Déflation : quel danger ? quelles protections ? Cahier n1, 2003



I. Fisher, 1933

La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation (1933), Revue d'économie française, 1988.



P. Krugman, 1998

It's baaack : Japan's Slump and the Return of the Return of the Liquidity Trap, Brookings Papers on Economic Activity 2, 1998.