

Entre inflation et déflation : quelles marges de manœuvre?

M-O STRAUSS-KAHN, Directeur général, Banque de France

Rappel sur inflation, 'lowflation' & déflation

- 1. Où en est-on?**
- 2. Quels risques pour l'activité ?**
- 3. Quand et comment réagir?**

Rappel: inflation, 'lowflation', déflation

Une inflation trop forte :

- Taxe l'épargne (notamment des agents moins informés)
- Brouille le rôle de signal des prix et déforme les prix relatifs

Une inflation trop faible = 'lowflation':

- Gêne les ajustements de prix relatifs en cas de rigidités nominales à la baisse
- Notamment en union monétaire si besoin de corriger la compétitivité entre pays
- d'autant que l'inflation peut être surestimée (e.g. du fait de hausse de qualité)

La déflation n'est pas seulement une inflation négative, mais :

- Une baisse persistante et générale des prix et salaires (synonyme de dépression)
- Auto-entretenu en spirale du fait du rôle des anticipations

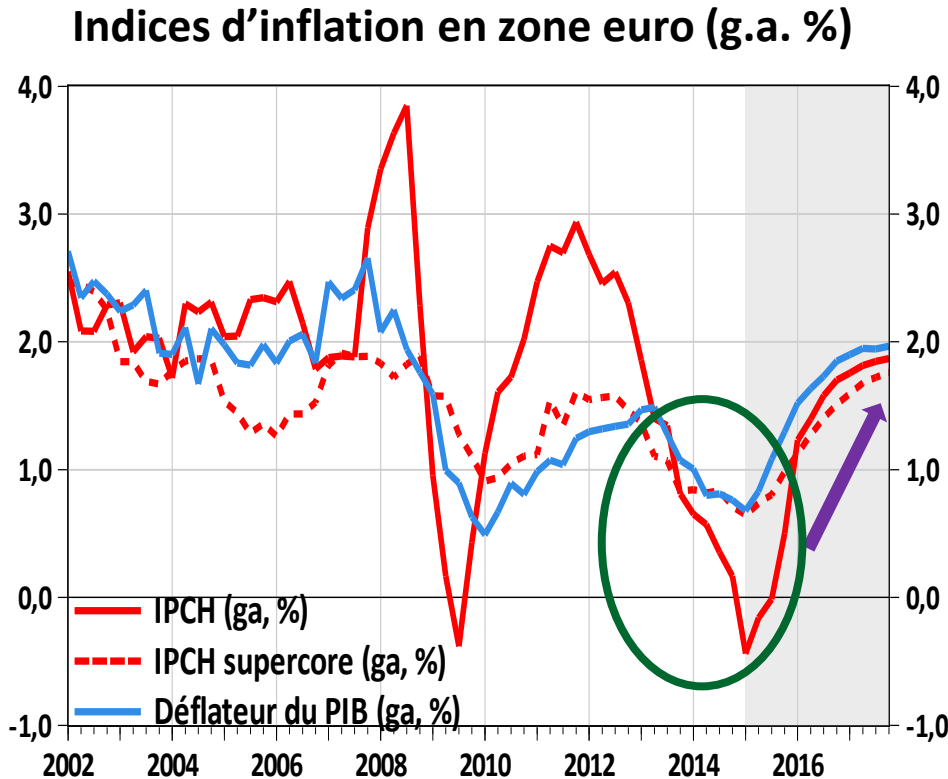
INFLATION RATE

**Cool, quand
j'aurais un job
je pourrais
m'acheter
quelque chose**



1. Où en est-on : évolutions et causes?

1.1 IPCH versus déflateur du PIB en Zone Euro



Cible d'inflation : indice des prix à la consommation (**IPCH**) à moyen terme

IPCH 'supercore' : élimine les prix volatiles de l'énergie et de l'alimentation
➔ indicateur de tendance

Déflateur du PIB : prix des biens et services produits localement (il se retrouve dans les salaires et les profits)

Écart entre déflateur du PIB et IPCH = « gain des termes de l'échange »

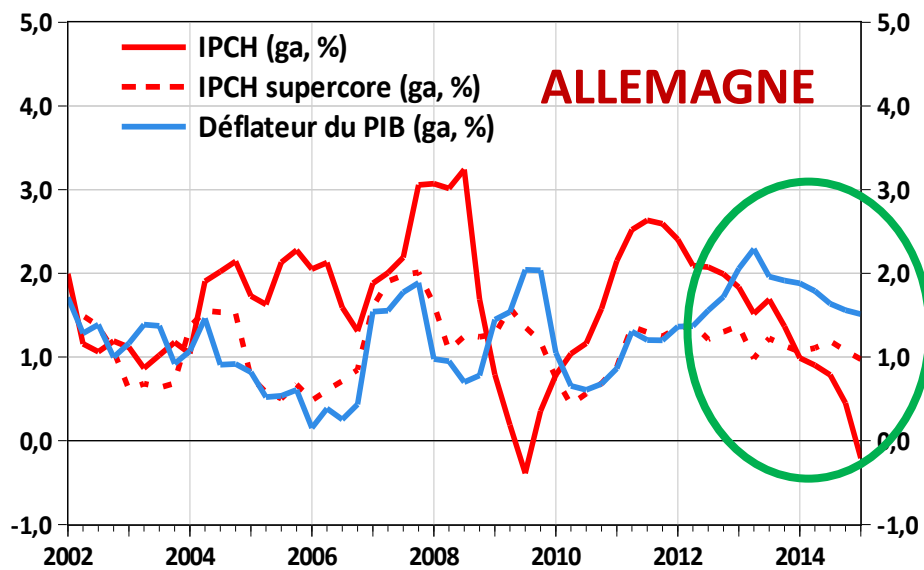
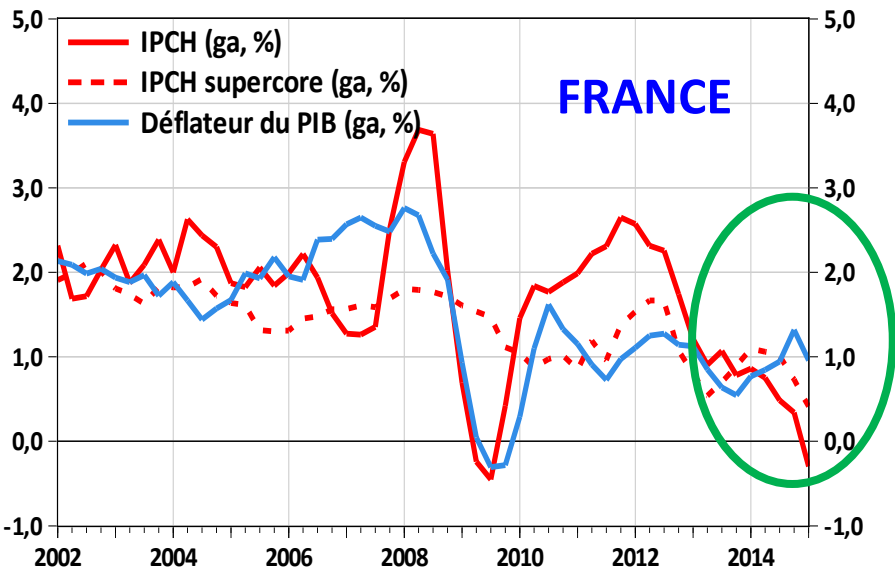
2015–16, prévisions BCE (mars 2015) = REBOND

Déflation = baisse générale du niveau des prix et des salaires

≠ baisse de l'IPCH à déflateur du PIB inchangé (par ex. ↓ prix du pétrole, qui représente un gain des termes de l'échange = bonne nouvelle)

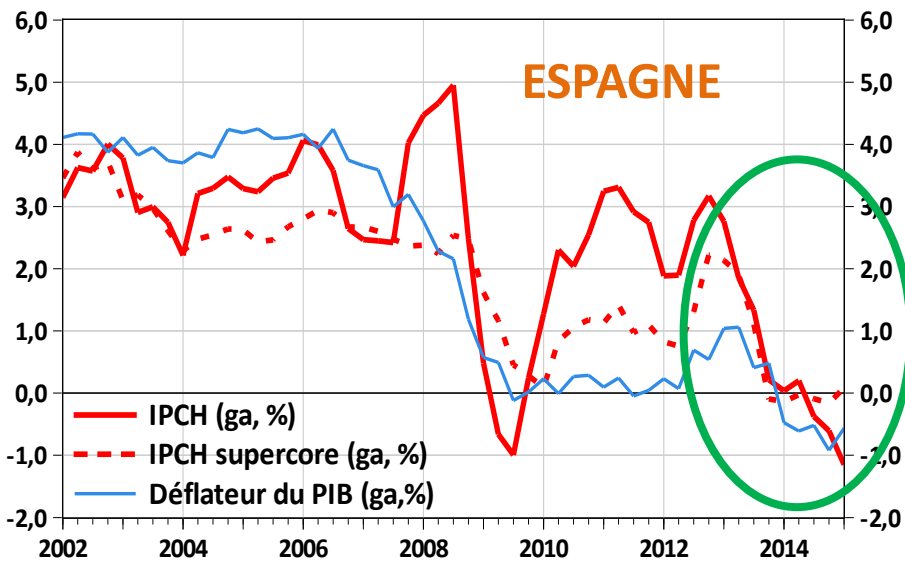
1.2 Comparaison entre pays-type de la zone euro

Exemples avec désinflation mais gains des termes de l'échange : **France** et **Allemagne**



Exemple de pays avec inflation négative voire déflation : **Espagne** ...

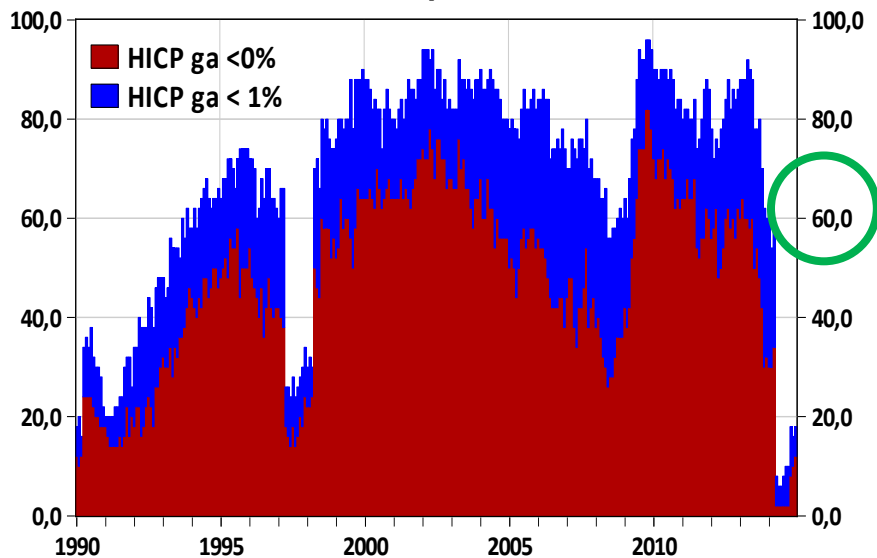
Mais y a-t 'il, comme au Japon, une baisse généralisée des prix?



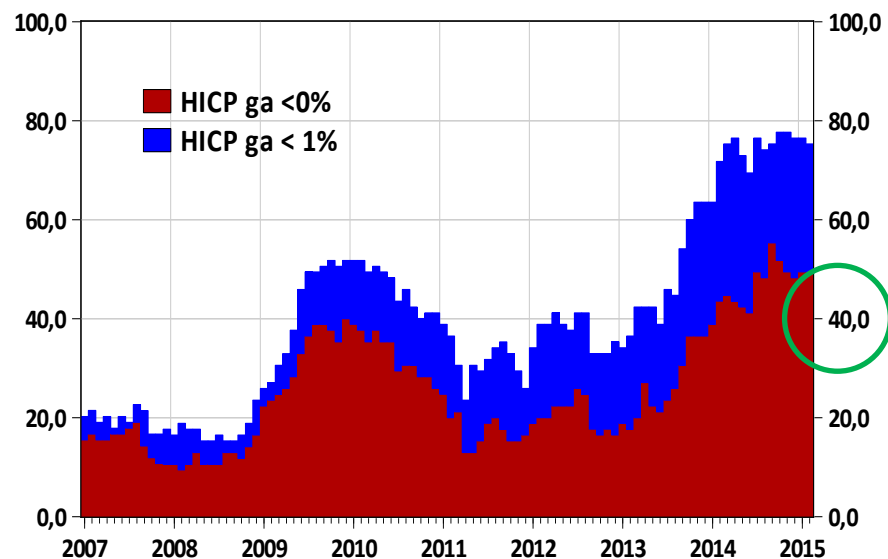
1.2... Quel degré de généralisation de baisse des prix?

Part des items de l'IPCH selon l'intervalle (en glissement annuel)

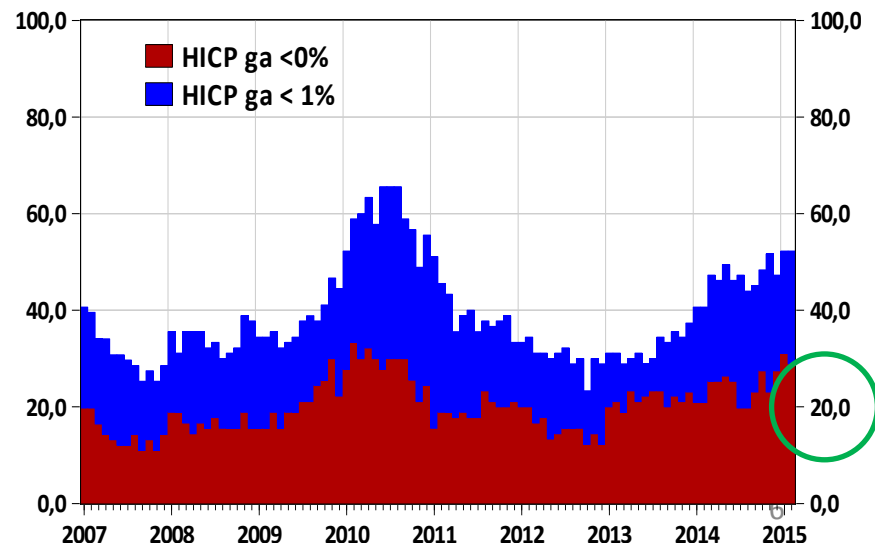
Japon



Espagne



Allemagne



Même en 2014, le nombre de produits dont les prix baissent ne dépasse pas 40% en Espagne, contre 60% au Japon dans les années 2000

2. Quels risques pour l'activité?

2.1 Mécanismes théoriques possibles

'Lowflation' voire déflation:

- Anticipée → ↑ taux d'intérêt réel [ex ante] → ↓ investissement
- Anticipée → report d'achats → ↓ consommation
- Réalisée → ↑ du poids de la dette réelle

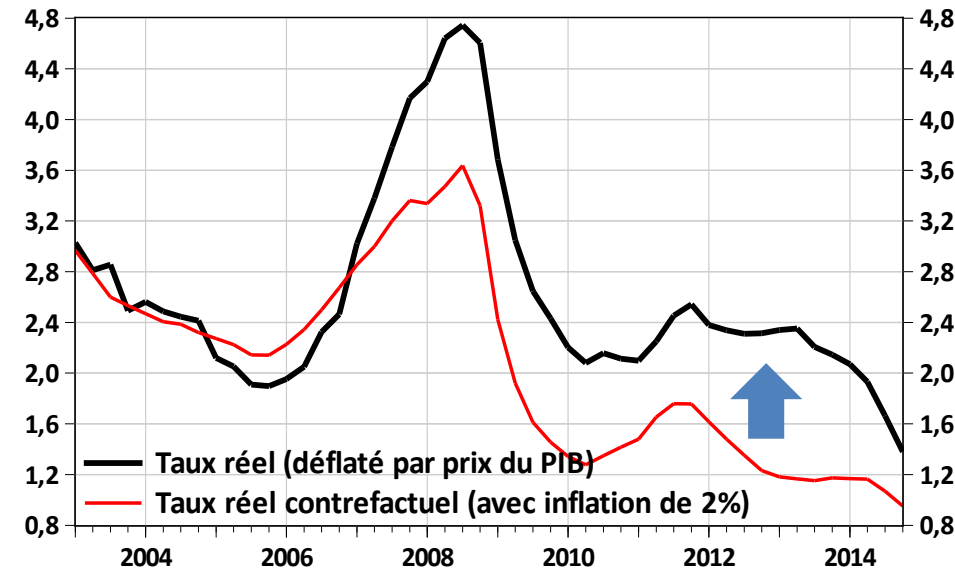
désendettement

baisse des prix



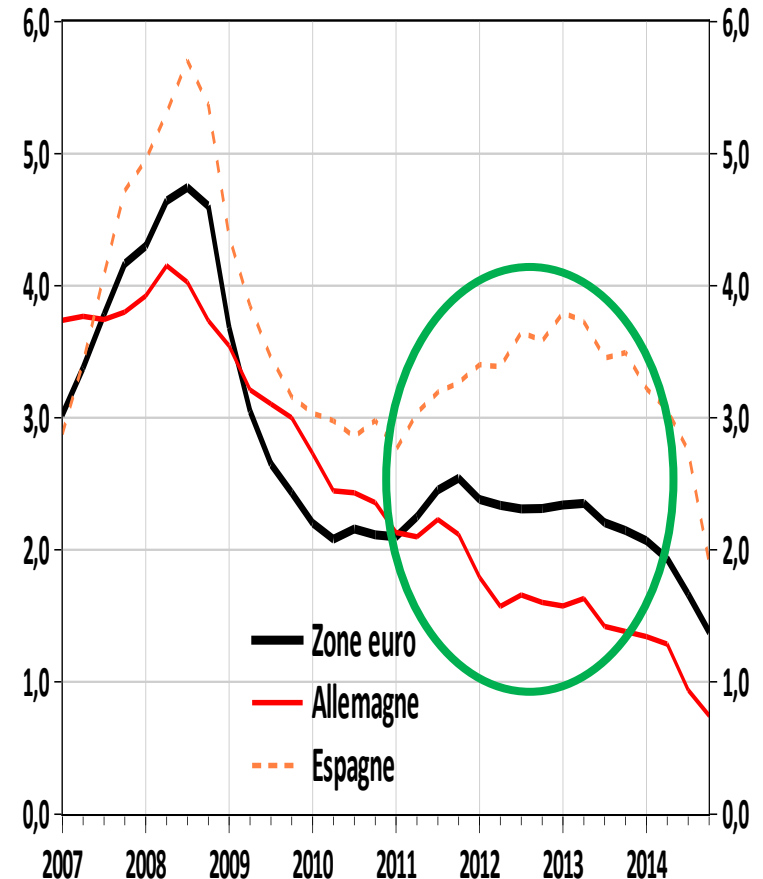
2.2. Illustration : faible inflation anticipée et taux d'intérêt réels

Taux d'intérêt « réels » = corrigés du déflateur du PIB après 2 ans sur l'exemple des prêts > 1 an des sociétés non financières



Note : Taux réel = taux nominal – déflateur du PIB à 2 ans

Depuis 2007, la baisse de l'inflation maintient des taux réels plus hauts que si l'inflation était restée constante à 2%



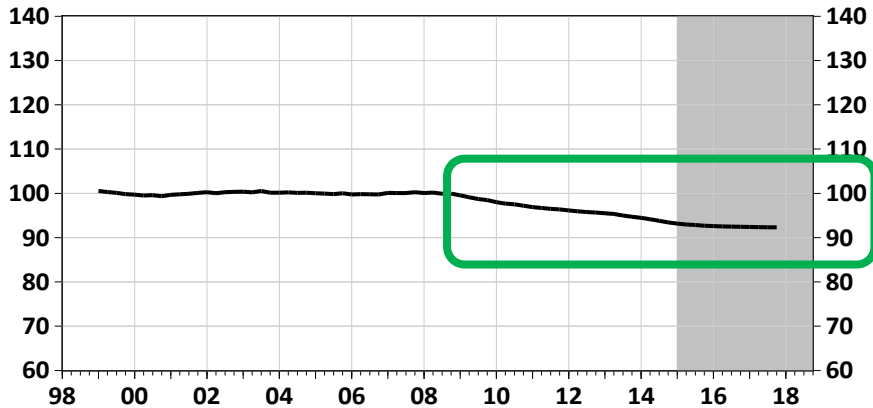
Entre 2010 et 2013:

Allemagne : inflation forte => taux réel bas

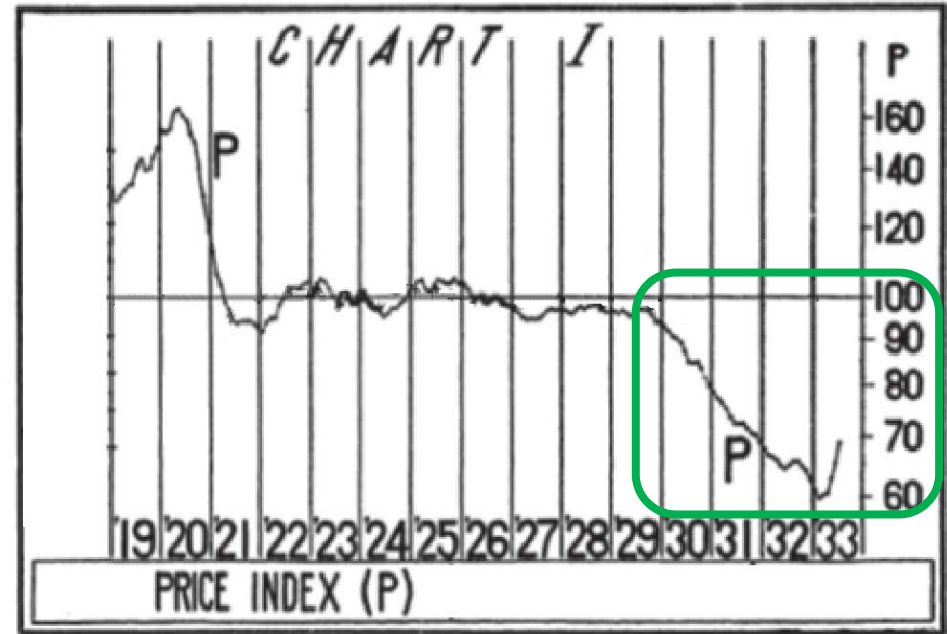
Espagne : inflation faible => taux réel haut

2.3. Comparaison du risque de déflation réalisée avec spirale de la dette

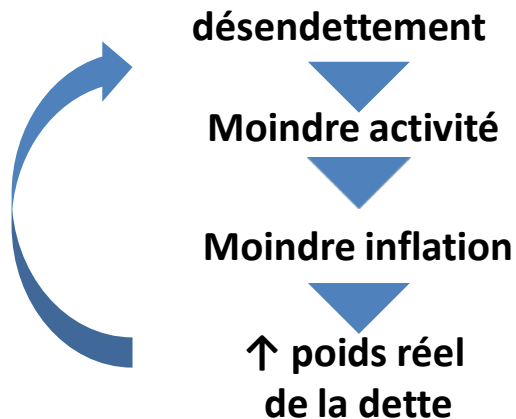
Niveau des prix (déflateur du PIB)
en zone euro par rapport à sa tendance
pré-crise (1999–2006) $\approx 2\%$



Niveau des prix aux États-Unis lors de la
grande dépression (1921-28 $\approx 0\%$)



Rappel du mécanisme cumulatif de dette-déflation



Source : Irving Fisher (1933)

Surprise négative sur le niveau
des prix actuellement 5 fois
moindre que pendant la
Grande dépression américaine

Ce que l'on veut éviter ...



**Un jour,
tout ceci
sera à
vous**

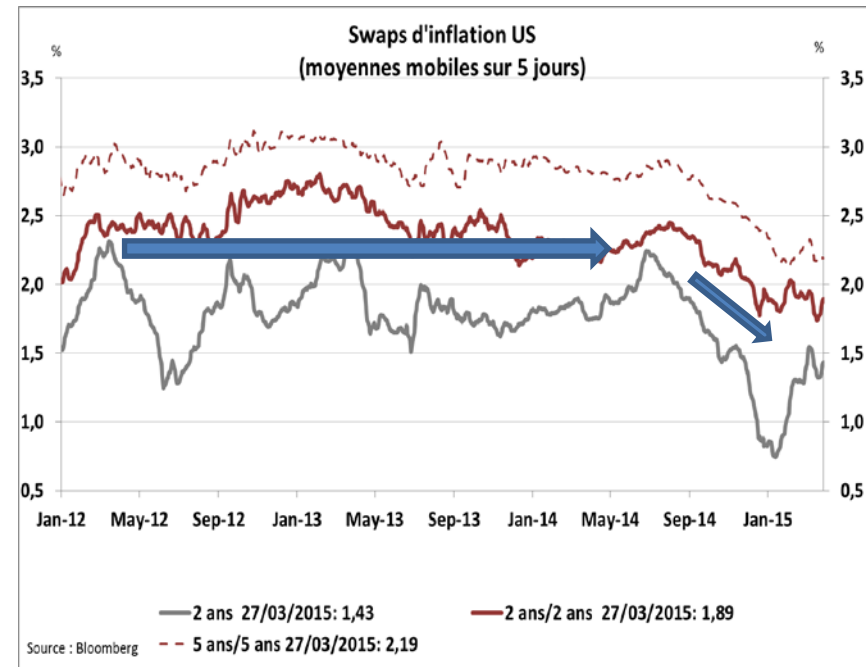
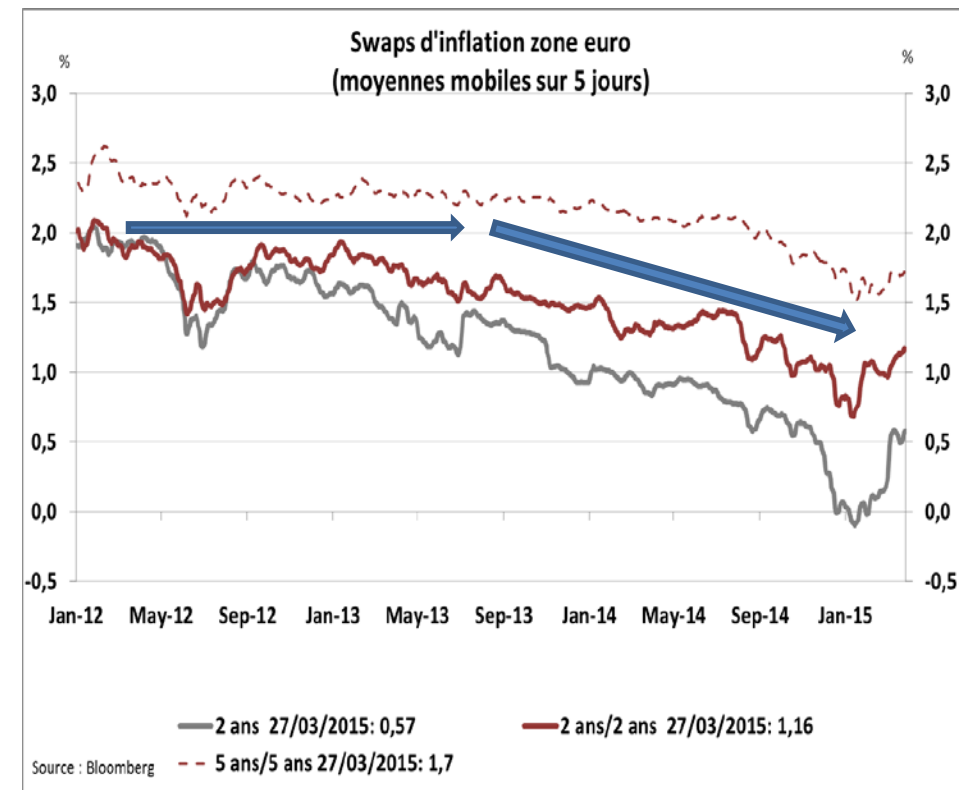
3. Quand et comment réagir?

3.1 Quand faut-il réagir à la baisse de l'inflation IPCH?

Oui, si la décélération de l'IPCH va de pair avec une décélération de l'inflation interne
Mais cette dernière est constatée avec retard.

Non, si la baisse de l'inflation provient surtout d'une ↓ du prix du pétrole (= bonne nouvelle)

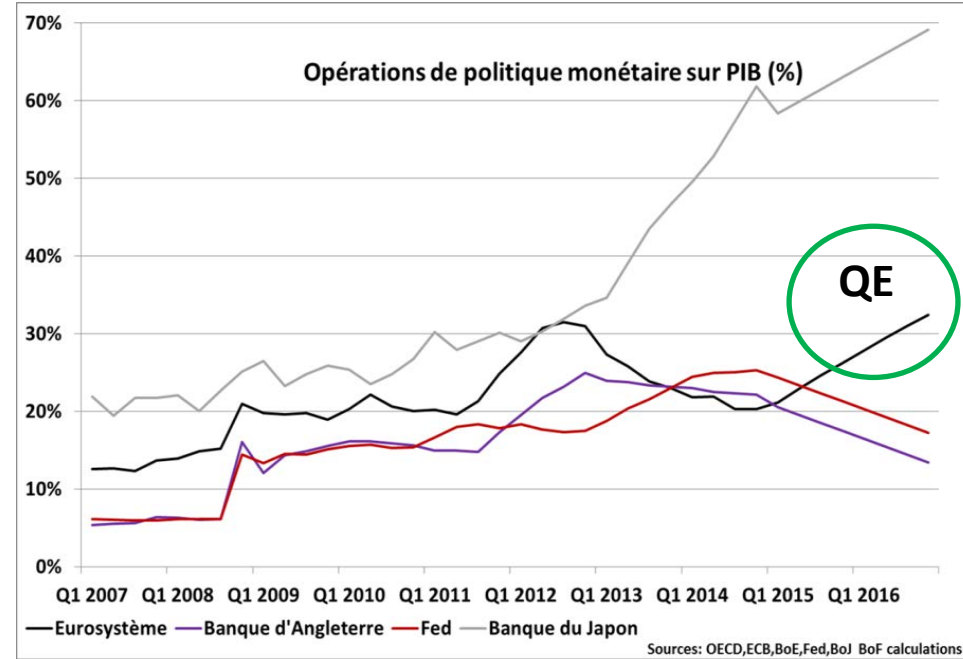
Oui, si l'inflation anticipée à moyen terme décrochent de la cible d'inflation (e.g. sur marchés)



3.2 Que peut faire la politique monétaire ?

Une fois atteinte la borne zéro des taux directeurs, recours aux mesures monétaires non conventionnelles (comme des achats d'actifs financier = QE).

- Canaux:
- effet de signal
 - baisse des taux des actifs achetés
 - effets de portefeuille
 - ... et
- **canal du taux de change :**

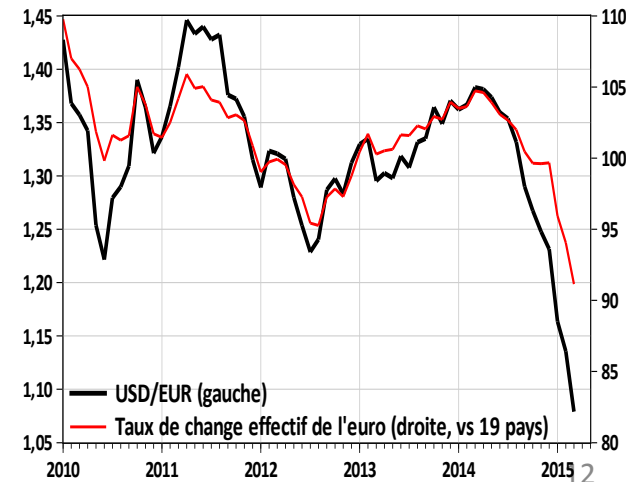


la dépréciation de l'euro est inflationniste car :

- ↑ du prix des imports
- ↓ du prix des exports ou gains de parts de marché
- Soutient l'activité économique nationale ce qui devrait soutenir les prix nationaux

Mais la politique monétaire n'est pas la panacée et ne peut résorber tous les handicaps nationaux

Évolution du taux de change de l'euro



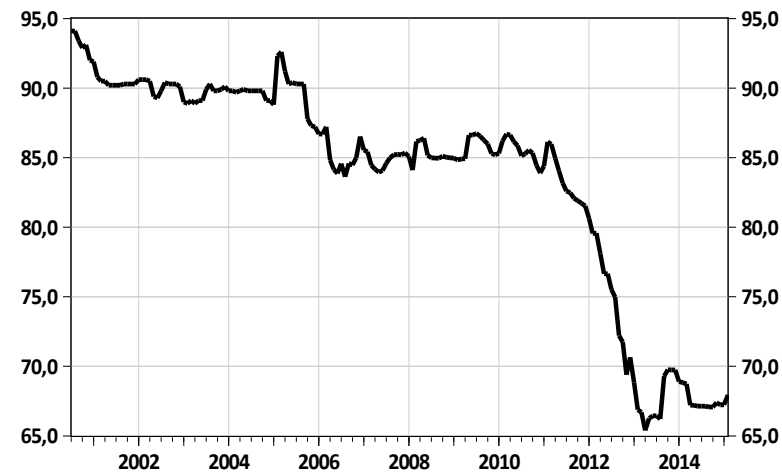
Conclusion : le rôle des politiques structurelles

Avec une politique monétaire unique, nécessité de réformes structurelles nationales

1. Certes, les réformes structurelles visant à augmenter la productivité ou la concurrence sont lentes à agir et ont d'abord un effet désinflationniste (car plus grande efficacité).

Cet effet désinflationniste joue à plein en période de déficit de demande (notamment quand la politique monétaire est limitée par la borne du taux zéro).

Exemple : niveau du prix des télécommunications en France



2. Mais le contexte actuel est plus favorable : la baisse du prix du pétrole devrait augmenter le pouvoir d'achat et soutenir la demande.