

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Aurélien Fortin
Kevin Milin

**Département de la
conjoncture**

Depuis mi-2012, l'inflation baisse régulièrement en zone euro, passant de +2,6 % en août 2012 à +0,3 % en novembre 2014. Cette baisse est assez généralisée, à la fois en termes de secteurs concernés et de pays touchés. L'effet est plus fort dans les économies périphériques de la zone, mais il est également marqué en Allemagne et en France.

Plusieurs raisons pourraient expliquer cette baisse de l'inflation, notamment la faiblesse de l'utilisation des capacités de production, le niveau élevé du chômage, un excès d'offre global dans l'économie et la baisse des prix d'importation via l'appréciation passée de l'euro et la baisse du prix du pétrole. Empiriquement, ces éléments sont significatifs et expliquent plus de la moitié de la désinflation observée en zone euro. Une part significative de la désinflation reste toutefois difficile à expliquer.

Compte tenu de l'existence de rigidités nominales et au vu des mesures d'anticipation d'inflation disponibles, la part inexpliquée de la désinflation passée n'a pas été prolongée en prévision. Sous cette hypothèse, l'inflation sous-jacente serait relativement stable en France d'ici mi-2015, positive mais très faible. En analysant la distribution historique des écarts entre les prévisions des Notes de conjoncture successives et les réalisations d'inflation, la probabilité que l'inflation sous-jacente soit négative mi-2015 serait de l'ordre de 30 %. Ainsi, le risque que l'inflation sous-jacente devienne durablement négative est réel, même s'il ne constitue pas le scénario le plus probable.

À court terme, cette désinflation constituerait une bonne nouvelle puisqu'elle soutiendrait le pouvoir d'achat et, partant, la demande intérieure. De plus, comme elle touche plus spécifiquement les économies de la zone euro, cette diminution des prix des pays de la zone relativement à ceux de ses concurrents permettrait des gains de compétitivité comme lorsque l'euro se déprécie. L'Espagne et la France en seraient alors les principaux bénéficiaires, leurs exportations étant plus sensibles aux variations de change que l'Allemagne notamment.

À l'inverse, la faiblesse de l'inflation pèse sur les agents endettés et constitue un risque, croissant à mesure qu'elle se prolonge, de provoquer une spirale déflationniste. Mais le risque qu'un épisode de baisse des prix débouche sur une telle spirale est difficilement anticipable, faute d'indicateurs permettant de prédire cet enclenchement. ■

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Fin 2014, l'inflation est à un niveau très bas en France et en zone euro

L'inflation est tombée en dessous de 0,5 % en zone euro

Depuis mi-2012, l'inflation en zone euro (mesurée par l'évolution de l'indice des prix à la consommation sur un an) diminue de façon quasi continue. En novembre 2014, elle s'établissait ainsi à +0,3 %, contre +1,6 % à l'été 2013 et +2,6 % en août 2012, soit une baisse de 2,3 points en 2 ans. Cette valeur est très éloignée de la cible explicite de la Banque centrale européenne, qui vise une inflation « proche mais inférieure à +2 % ». Elle est également très éloignée des anticipations habituelles des agents (qui guident notamment les négociations salariales ou la fixation d'un taux d'intérêt), usuellement autour de +2 % également.

Historiquement, cette situation n'est pas inédite : les évolutions très volatiles des prix de l'énergie et de l'alimentaire ont parfois conduit l'inflation à s'écarter fortement de la cible de la BCE. En 2008, la très forte hausse du prix du pétrole avait notamment poussé l'inflation jusqu'à +4,1 %, tandis que sa forte baisse en 2009 l'avait amenée temporairement à -0,4 %.

Sur la période récente, les principales composantes volatiles de l'indice des prix (pétrole et alimentaire) ne sont cependant pas les seuls facteurs de cette évolution. L'inflation sous-jacente s'établissait ainsi à +0,7 % en novembre, au plus bas depuis que la série est disponible (c'est-à-dire depuis 1996 ; *graphique 1*). La désinflation est particulièrement forte dans les pays « périphériques », en Espagne notamment où les prix à la consommation reculent sur un an depuis juin 2014, tandis qu'elle est plus mesurée en Allemagne et en France (*graphique 2*).

Le prix de nombreux produits baisse ...

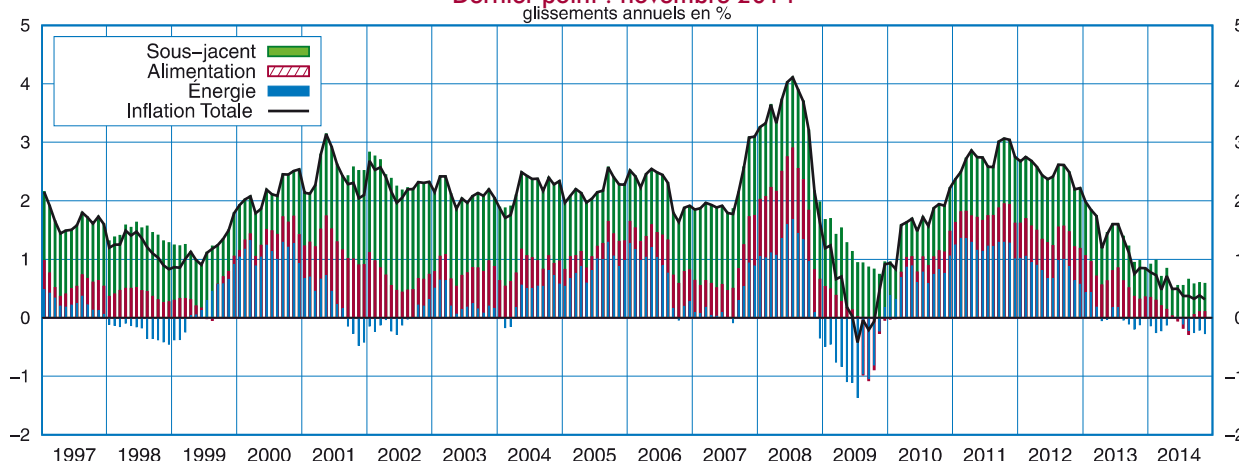
Le prix de nombreux produits est même en baisse. En octobre 2014, le prix de 25 % des 72 postes principaux de l'indice sous-jacent ont ainsi baissé sur un an. Cette part est légèrement plus faible qu'au printemps 2014 (en mai, 27 % des composantes diminuaient sur un an), mais elle reste supérieure au niveau le plus élevé atteint sur la période 1997-2007 (20 %). Pour plus de la moitié de ces 72 postes, l'évolution des prix sur un an est inférieure à +1 % (*graphique 3*).

La désinflation est particulièrement forte pour les biens manufacturés

... notamment des produits manufacturés

Bien qu'assez générale, la baisse de l'inflation constatée depuis mi-2012 en zone euro résulte tout particulièrement des prix des produits manufacturés, dont le recul s'est accentué. Ils contribuent pour -0,6 point à la baisse de 1,0 point de l'inflation sous-jacente entre juillet 2012 et novembre 2014.

1 - Décomposition de l'inflation en zone euro
Dernier point : novembre 2014



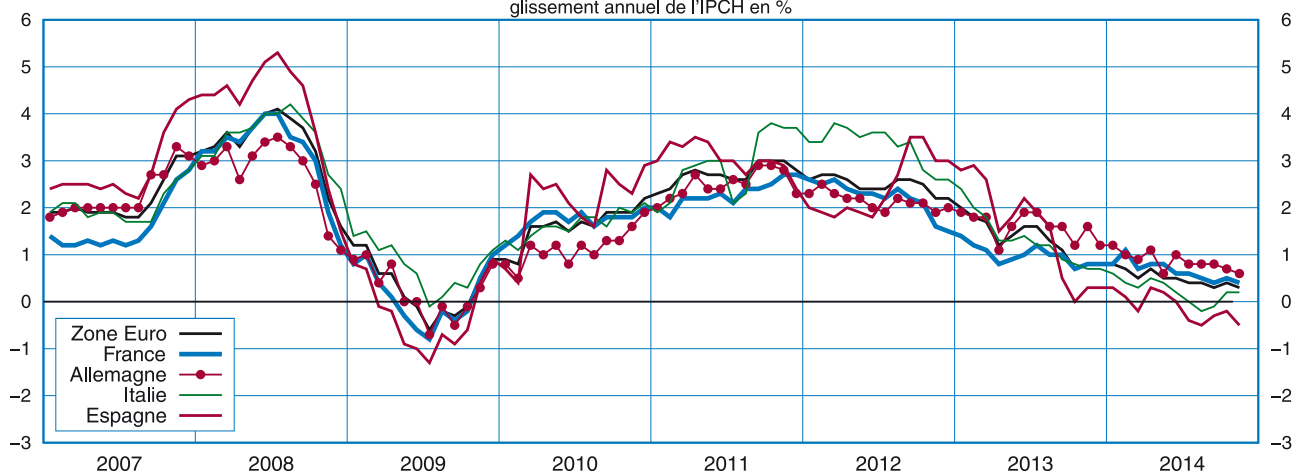
Source : Eurostat, estimation provisoire : novembre 2014

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

2 - Inflation dans les grands pays de la zone euro

Dernier point : novembre 2014

glissement annuel de l'IPCH en %

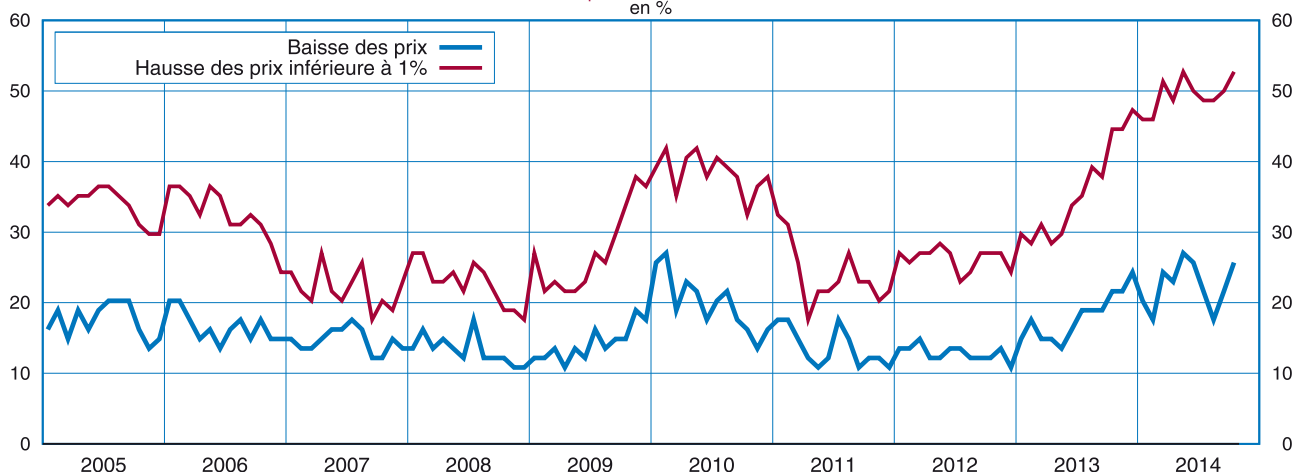


Source : Eurostat, estimation provisoire : novembre 2014

3 - Part des composantes de l'indice en position de croissance faible ou de baisse des prix en zone euro

Dernier point : octobre 2014

en %



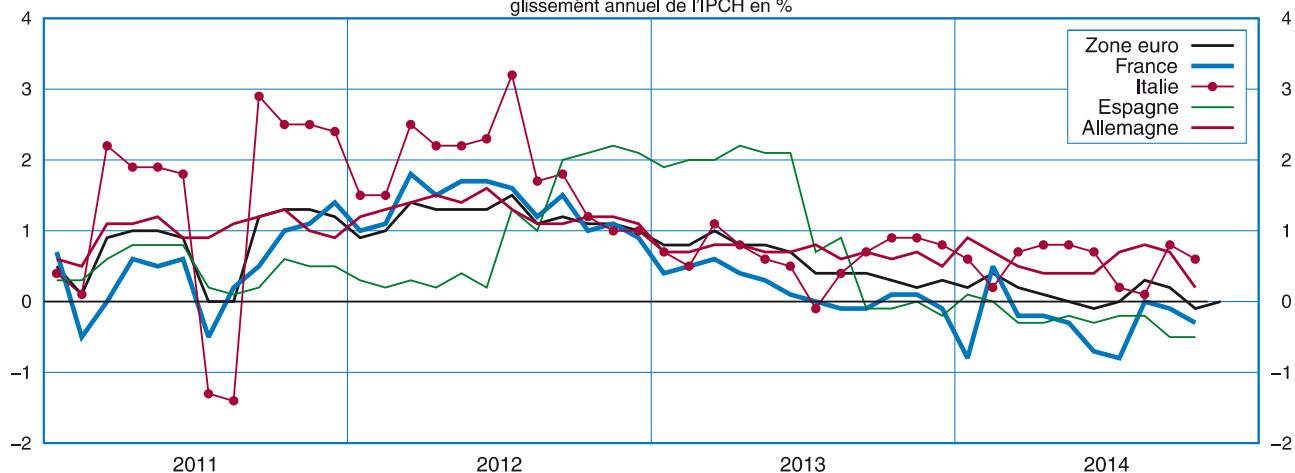
Note de lecture : en octobre, pour 26 % des produits, les prix ont baissé relativement à l'an dernier dans la zone euro ; 53 % des produits ont une évolution inférieure à 1 %.

Sources : Eurostat, calculs Insee

4 - Prix des produits manufacturés dans les grandes économies de la zone euro

Dernier point : novembre 2014

glissement annuel de l'IPCH en %



Source : Eurostat, estimation provisoire : novembre 2014

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Le ralentissement des prix des produits manufacturés concerne toutes les grandes économies de la zone euro. Entre juillet 2012 et octobre 2014, le glissement annuel des prix des produits manufacturés a ainsi reculé de 1,9 point en France à - 0,3 %, malgré l'effet des hausses de taux de TVA au 1^{er} janvier 2014, et de 1,1 point en Allemagne à +0,2 % (*graphique 4*).

En Espagne, les prix des produits manufacturés sont marqués par la hausse de 3 points du taux général de TVA en septembre 2012. Partant de +0,2 % en juin, l'inflation des produits manufacturés a baissé, pour s'établir à -0,5 % en octobre 2014, soit un écart de -0,7 point.

De même, les prix en Italie sont marqués par les hausses de taux de TVA en septembre 2011 (de 20 % à 21 %) puis en octobre 2013 (de 21 % à 22 %). Partant d'un point haut (hors effet de TVA) de +1,2 % en octobre 2012, deux ans plus tard, les prix des produits manufacturés n'augmentent plus que de 0,6 % sur un an, soit un écart de -0,6 point.

La désinflation observée depuis deux ans peut être attribuée à la modération des prix d'importations et à la sous-utilisation des capacités productives ...

On cherche alors à analyser les causes de la désinflation récente

Pour mieux cerner la probabilité que cette désinflation se poursuive dans les mois à venir, il est nécessaire d'en analyser les causes, et notamment de discerner les facteurs purement conjoncturels, appelés à ne pas persister, des tendances plus durables.

Trois éléments principaux peuvent a priori expliquer la récente désinflation :

- en premier lieu, la modération des prix des matières premières importées, industrielles et alimentaires, puis du pétrole à partir de l'été 2014, s'est transmise aux prix à la consommation, assez directement pour les prix du pétrole et plus indirectement, via la chaîne de production, pour l'ensemble des matières premières ;
- ensuite, l'appréciation de l'euro entre l'été 2012 et le printemps 2014 (le taux de change effectif nominal de l'euro s'est apprécié d'environ 6 % sur cette période) a amplifié le mouvement de baisse des prix des matières premières, mais aussi ceux des produits finis importés par les pays de la zone euro ;
- enfin, la faible utilisation des capacités productives, capital et travail, a pu peser sur les marges des entreprises et le pouvoir de négociation des salariés.

La désinflation récente peut s'expliquer ...

L'impact de ces éléments peut être évalué à l'aide d'un modèle économétrique simple reliant l'inflation à ces déterminants (*encadré 1*). Dans le cas de la France, cette analyse peut être affinée en s'appuyant sur une modélisation détaillée de la « boucle prix-salaires » (*encadré 2*). De cet exercice ressortent les conclusions suivantes (*graphique 5*) :

... pour moitié par les prix d'importations ...

- La baisse de l'inflation des prix d'importations depuis mi-2012 correspond en moyenne à environ la moitié de la désinflation observée. Une estimation économétrique simple¹ montre que cet impact est lié pour 2/3 à la variation des prix du pétrole sur la période (ces derniers contribuaient fortement à l'inflation en 2012, les prix ayant fortement augmenté en 2011 ; ce n'est plus le cas en 2014), et pour 1/3 à la variation du taux de change effectif. Ce choc est donc en partie seulement commun aux autres pays du monde.

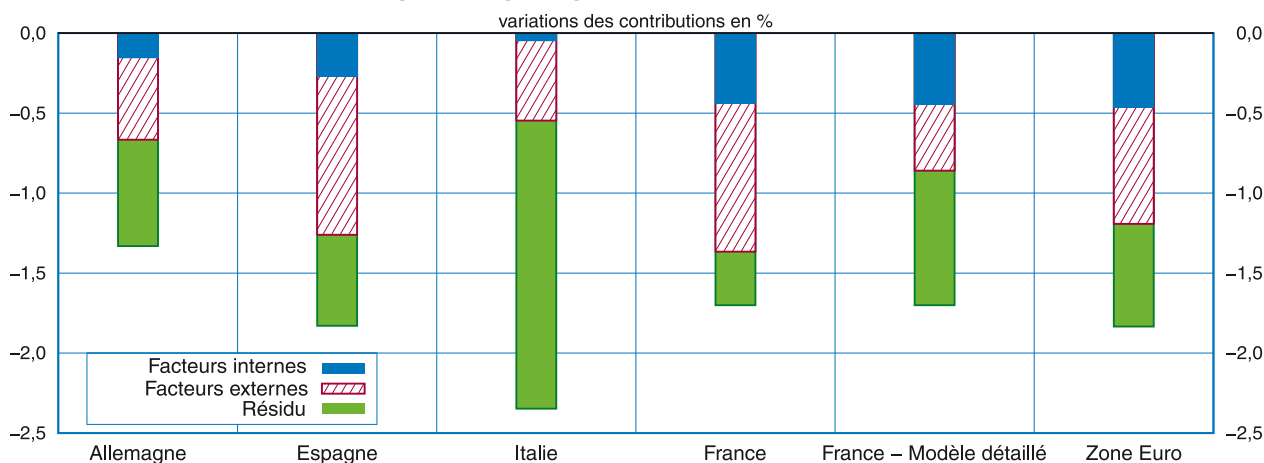
... pour une petite part par la faiblesse de l'utilisation des capacités de production

- Dans tous les pays, la faiblesse de l'utilisation des capacités productives du travail et du capital a également contribué à réduire l'inflation, mais dans de moindres proportions ; en France comme dans l'ensemble de la zone euro, cette contribution à la baisse de l'inflation est évaluée à environ 0,5 point.

(1) Modélisant la variation trimestrielle des prix d'importations en zone euro par la variation des prix du pétrole (contemporaine et retardée) et celle du taux de change nominal effectif.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

5 - Contributions économétriques des principaux facteurs à la désinflation observée en zone euro



Source : calculs Insee

Note de lecture : le graphique présente les contributions à la baisse de l'inflation (mesurée par le glissement annuel des prix) entre le premier trimestre 2012 et le deuxième trimestre 2014. La contribution négative des prix d'importations résulte notamment du fait que les prix du pétrole avaient fortement augmenté en 2011, soutenant l'inflation du premier trimestre 2012, alors que l'inflation énergétique était nettement plus faible au deuxième trimestre 2014.

Remarque : les résultats correspondent aux équations présentées en encadré 1, sauf pour les résultats du modèle « France - Modèle détaillé » qui correspondent aux équations présentées dans l'encadré 2 pour l'inflation sous-jacente, enrichies d'équations sur les composantes volatiles.

- Cet impact estimé est non seulement faible, mais il ne se poursuivrait pas, pour peu que le degré de sous-utilisation des capacités de production (travail et capital) n'augmente plus, ce qui est le cas depuis le début de 2014 ; sur la base des comportements que l'économétrie fait ressortir au cours des vingt dernières années, une baisse durable de l'utilisation du capital ou de la main-d'œuvre ne fait en effet qu'amener l'inflation à un niveau plus bas, alors que les comportements qui ressortaient des estimations menées sur des années 1970 et 1980 auraient entraîné le déclenchement d'une baisse entretenue de l'inflation.

...mais l'ampleur du phénomène reste cependant difficile à expliquer

Mais elle est pour partie inexpliquée par l'impact estimé de ces déterminants ...

Mais ce résultat plutôt rassurant doit être tempéré par le fait qu'une partie significative de la désinflation observée (20 % en France, 30 % en Espagne, 50 % en Allemagne, 75 % en Italie²) reste largement inexpliquée par ces facteurs usuels. Des facteurs propres à certains pays ont pu jouer ; en France notamment, l'évolution atypique des prix dans les télécommunications, consécutive à l'arrivée d'un quatrième opérateur sur le marché, peut expliquer une partie du résidu observé. Mais globalement pour la zone euro et les différents pays étudiés, le phénomène de désinflation depuis 2012 reste difficile à expliquer.

Selon la manière dont on interprète cette part inexpliquée, et donc qu'on la prolonge, les perspectives en matière d'inflation peuvent être très différentes.

... peut-être parce que celui-ci est sous-estimé en phase de basse conjoncture ...

Une première hypothèse envisageable est que ces résidus traduisent une simple sous-estimation de l'impact du chômage et du taux d'utilisation des capacités de production, par exemple si la sous-utilisation des capacités de production a un impact non linéaire, pesant d'autant plus qu'elle se creuse. L'inertie du taux de chômage pourrait ne traduire qu'en partie la fragilisation du marché du travail et le moindre pouvoir de négociation des salariés depuis 2009. Sous cette hypothèse, dans la mesure où cette sous-utilisation n'augmente pas, la part résiduelle ne devrait plus s'accroître dans les trimestres à venir et la désinflation s'interromprait.

(2) En Italie, la baisse de l'inflation a été calculée sur les séries à taxation constante pour neutraliser l'effet des hausses de la TVA.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Encadré 1 - Modélisation simple de l'inflation totale en zone euro

Une modélisation de l'inflation dans les principaux pays de la zone euro, simple mais tenant compte de ses principaux déterminants, peut être mobilisée. Elle fait dépendre la variation trimestrielle désaisonnalisée de l'IPCH : des variations des prix d'importations ; de l'écart des TUC à leur moyenne de long terme ; du taux de chômage en niveau (ou de l'écart entre le taux de chômage et sa tendance lorsque le taux de chômage n'est pas stationnaire). L'effet de l'évolution de la productivité a également été testé mais elle est apparue comme non significative sur tous les pays testés.

Les résultats sont présentés dans le tableau ci-après.

Aucun retard de l'endogène n'est apparu significatif lors de l'estimation. Ce résultat est important car il signifie que, sur la période d'estimation (1996 à 2011), une élévation durable du taux de chômage au-dessus de son niveau d'équilibre ou un abaissement durable du taux d'utilisation des capacités de production, entraîne une baisse de l'inflation en « marche d'escalier » sans enclenchement d'une spirale déflationniste. Une manière de rationaliser ce résultat est de considérer qu'il traduit

l'ancrage des anticipations d'inflation. En effet comme les salaires et les prix sont en général fixés à l'avance pour une certaine période de temps, les anticipations d'inflation sont un déterminant important des négociations salariales ou de la fixation de leurs prix par les entreprises ; si la banque centrale est crédible, les agents anticipent donc que l'inflation reviendra peu ou prou vers la cible de la banque centrale, alors que si elle ne l'est pas, ils auront tendance à bâtir leurs anticipations à partir des évolutions récentes. Plus une banque centrale sera crédible, moins l'inflation passée aura ainsi tendance à nourrir l'inflation courante.

Ce résultat rejoint les résultats de plusieurs études mettant en évidence le fait que la cible d'inflation proposée par la BCE avait contribué à ancrer fortement les anticipations au niveau de la zone dans son ensemble. Celles-ci étaient notamment jugées, avant la Grande Récession (Beechey et Österholm (2007), Levin et al. (2004)) comme très récemment (Astrup et al. (2014)), comme plus ancrées en zone euro qu'aux États-Unis, notamment parce qu'elles réagissent moins fortement aux surprises économiques. ■

Variable	Allemagne	France	Italie	Espagne	Zone Euro
Constante	0,4% (11,0)	1,3% (6,2)	5,2% (17,5)	5,5% (10,8)	0,4% (15,6)
TUC	1,9% (2,6)		1,6% (2,6)		
DL(PM)	11,6% (4,0)	18,0% (9,4)	6,7% (4,6)	12,7% (5,1)	14,3% (7,9)
Chom		-0,1% (-4,5)		-0,04% (-2,7)	-0,09% (-3,6)
R ² ajusté	42,1%	62,4%	33,2%	36,5%	56,3%
DW	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6
Période	1996T1-2011T1				

Sources : Eurostat, calculs Insee.

Encadré 2 - Modélisation détaillée de l'inflation en France

La modélisation de l'inflation « sous-jacente » habituellement utilisée pour établir des prévisions de court terme permet d'apprécier l'ampleur de la désinflation à l'œuvre au regard des déterminants usuels en France.

La modélisation de l'inflation sous-jacente repose sur une boucle prix-salaire comprenant notamment quatre équations : pour le salaire moyen par tête, pour les prix de production sur le marché intérieur, pour les prix de consommation intermédiaire, et pour l'inflation sous-jacente (figure). Ce cadre est similaire à celui décrit dans Bourquard et al. (2005).

Le salaire moyen par tête (SMPT) est modélisé par une équation de type *Phillips*, sans relation de long terme. Ses déterminants sont l'inflation, le taux de chômage et les coups de pouce sur le Smic. Différents indices de prix à la consommation sont intégrés à l'équation : d'une part l'indice sous-jacent, en tant qu'approximation de l'inflation anticipée par les différents agents économiques lors de la formation des salaires ; d'autre part les indices de prix à la consommation des carburants et de

l'alimentation qui représentent les composantes non sous-jacentes de l'inflation (des chocs persistants de prix dans de tels secteurs provoquent, avec un retard de quelques trimestres, une indexation compensatoire des salaires.)

Le taux de chômage apparaît comme un indicateur du pouvoir de négociation des salaires par les salariés. Les coups de pouce du Smic ayant une propension à se diffuser au delà de leur seul effet comptable sur les rémunérations des salariés concernés, la variable correspondante s'avère également importante dans le modèle.

Le seul déterminant des prix de production pour le marché français est le coût unitaire de production, somme du coût salarial unitaire (CSU) et du coût unitaire des consommations intermédiaires (CUCI). À court terme, l'indexation des prix de production sur ces coûts est partielle mais elle est totale à long terme, les prix de production s'ajustent complètement sur le coût unitaire de production : tout écart du taux de marge des entreprises à sa moyenne de long terme est progressivement corrigé.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Les prix des consommations intermédiaires sont formés par les prix des importations des biens industriels et des prix de production pour le marché français. Le modèle de long terme est estimé avec une contrainte d'homogénéité afin d'éviter des effets de sur-réaction : la somme du paramètre associé aux prix à la production et du paramètre associé aux prix des importations est fixée à 1. L'écart à la moyenne de long terme s'avère essentiel dans la relation de court terme, qui comprend également les variations de prix de production et d'importation.

La modélisation de l'indice de prix à la consommation sous-jacent comprend une relation de long terme, avec une indexation sur les prix à la production. Ses évolutions de court terme intègrent le taux d'utilisation des capacités manufacturières et le taux de chômage comme indicateurs du déséquilibre entre l'offre et la demande. Par ailleurs, puisque l'inflation sous-jacente est corrigée des mesures fiscales, les taux de TVA apparents dans les secteurs manufacturiers et de l'hébergement-restauration permettent de capter dans le modèle le surcroît des effets comptables de ces corrections lorsque

celui-ci n'est de fait pas instantanément répercuté dans les prix. L'équation s'écrit alors de la manière suivante :

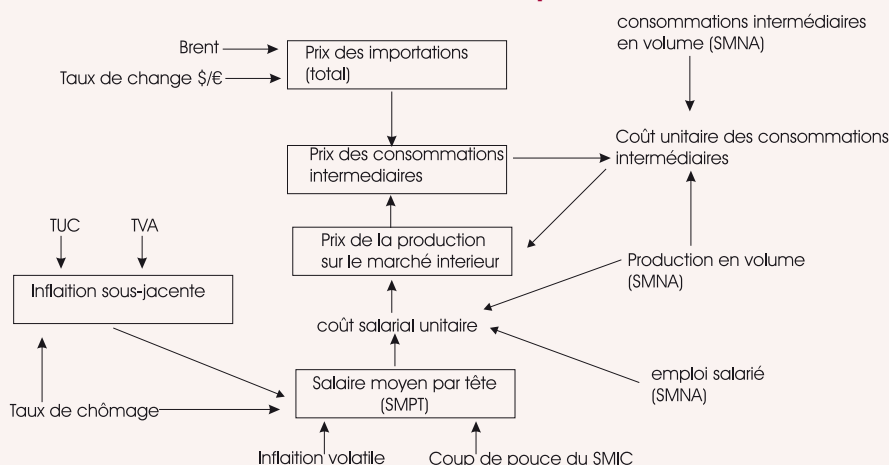
$$\begin{aligned} \Delta \log(IPCSJ_t) = & 0,11 + 0,22 \Delta \log(IPCSJ_{t-2}) \\ & - 0,02 \Delta(TVA_IZ_t) - 0,03 \Delta(TVA_DIM_t) \\ & - 0,0006.TxCh_{t-3} + 0,00008.TUC_t \\ & - 0,06 \log(IPCSG_{t-1}) + 0,04 \log(Pxprod_{t-1}) \\ & + \varepsilon_t^{IPCSJ} \end{aligned}$$

(5,2) (2,6) (-5,2) (-2,1) (1,9) (-5,3) (4,8)

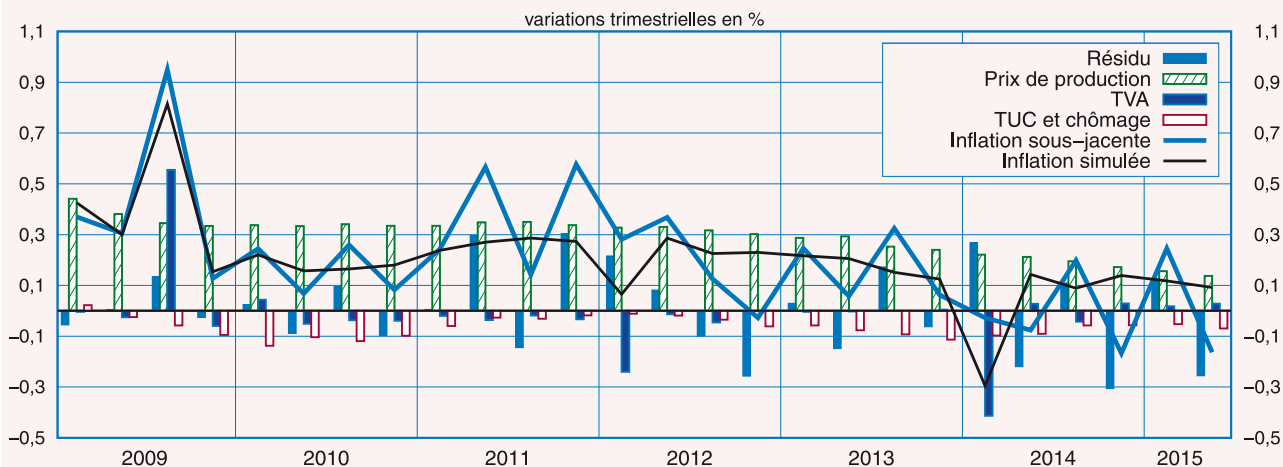
Période d'estimation : premier trimestre 1991 - quatrième trimestre 2013 avec :

- TVA_IZ : taux de TVA apparent dans le secteur « Hébergement-restauration »
- VA_DIM : taux de TVA apparent dans le secteur manufacturier
- TUC : taux d'utilisation des capacités de production. ■

Modélisation des prix



Contributions économétriques à l'inflation sous-jacente



Source : Insee

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

... ou de faiblesse persistante de la demande ...

Une deuxième hypothèse est que cette part inexpliquée traduirait la réaction des agents, entreprises notamment, à la persistance d'un déficit de demande. Selon cette interprétation, les entreprises auraient initialement cherché à préserver leurs marges face à une perte de demande considérée comme transitoire, puis se seraient trouvées contraintes de baisser leurs marges pour essayer d'attirer des clients et employer les capacités existantes. Sous cette hypothèse, la légère reprise qui s'amorce en zone euro permettrait aux entreprises de ne plus accroître leur effort de marge, même si on ne peut pas exclure que la reprise soit insuffisante à empêcher le mouvement de baisse des marges de se poursuivre.

... ou enfin en raison d'un désancrage des anticipations

Une troisième hypothèse est que ces résidus traduisent le désancrage progressif des anticipations des agents. Ceux-ci, anticipant que l'inflation restera durablement faible, intégreraient dans la formation des prix une prévision d'inflation plus basse que s'ils anticipaient un retour progressif à la cible de 2 % de la Banque centrale européenne.

En prévision, la part inexpliquée de la baisse de l'inflation n'est pas prolongée ...

En prévision, la part inexpliquée a été prolongée à son dernier niveau atteint ...

Pour la construction du scénario de cette *Note de conjoncture*, une hypothèse doit être réalisée en prévision sur cette part inexpliquée. Le choix a été fait de considérer que la part inexpliquée de la tendance à la baisse de l'inflation, observée récemment, ne se prolonge pas. Si une incertitude forte existe autour de cette hypothèse, celle-ci paraît assez centrale pour au moins trois raisons.

... l'hypothèse que la légère reprise en cours permettra une stabilisation des pressions désinflationnistes

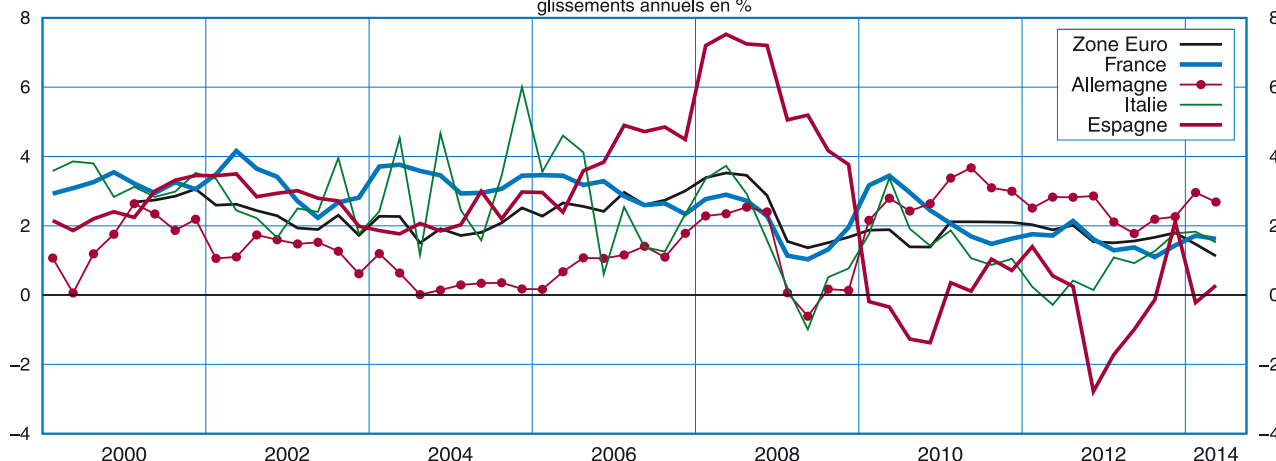
Tout d'abord, comme il est détaillé ci-dessus, si la part inexpliquée résulte d'une sous-estimation de l'impact des facteurs de demande (effet de non-linéarité), celle-ci ne devrait pas s'accroître au cours des prochains trimestres, et pourrait même se réduire en raison de la modeste reprise en cours en zone euro.

... d'autant que l'inertie des salaires nominaux limitera la transmission de la désinflation aux salaires ...

Ensuite l'inertie des évolutions salariales serait un frein à la désinflation. En effet, l'inflation est actuellement à un niveau proche de zéro : la concrétisation durable d'une inflation négative devrait donc, à terme, entraîner une baisse des salaires nominaux. Or, à la différence du Japon, les salaires en zone euro, notamment en France et en Allemagne, présentent une importante résilience, qui pourrait empêcher une telle baisse des salaires en cas de baisse des prix (voir par exemple Audenaert & al. (2014) pour une analyse de cette résilience dans le cas français). Par exemple, la réglementation peut contraindre les possibilités de baisser le salaire, au moins en ce qui concerne le salaire de base (les primes pouvant, elles, s'ajuster). Ainsi, l'existence d'un salaire minimal crée des rigidités nominales, qui sont d'autant plus importantes pour les secteurs d'activité employant des salariés à bas salaires. En France, la hausse prévue du Smic au 1^{er} janvier 2015 modérerait

6 - Salaire moyen par tête en zone euro

Dernier point : 2014T2
glissements annuels en %



Sources : Eurostat, calculs Insee

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

ainsi la désinflation dans des secteurs de services comme l'hôtellerie-restauration. En Allemagne, l'instauration d'un salaire minimum début 2015 devrait dynamiser les bas salaires. À plus long terme, si les prix baissaient durablement, il ne peut toutefois être exclu que certains épisodes de baisses de salaires nominaux, comme l'a récemment connu l'Espagne, concernent également d'autres pays de la zone euro (*graphique 6*).

...notamment parce que les anticipations des agents ne semblent pas « décrocher »

... et que les anticipations d'inflation ne semblent pas décrocher

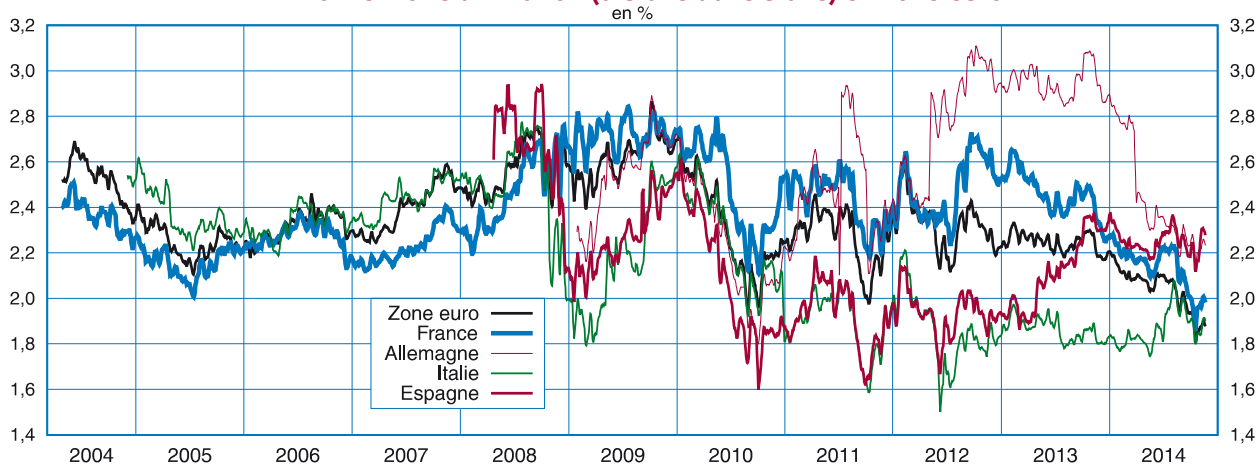
Enfin, les mesures disponibles sur les anticipations d'inflation ne mettent pas en évidence de tendance baissière. Les anticipations d'inflation peuvent en effet être déduites soit de l'évolution du prix des actifs financiers (« points morts d'inflation ») soit des enquêtes de conjoncture auprès des ménages. Les banques centrales suivent avec attention ces mesures, en particulier les mesures financières : la mesure du point mort d'inflation « 5 ans dans 5 ans »⁽³⁾ est ainsi une mesure que la BCE suit particulièrement, comme M. Draghi l'indiquait en août dernier.

Du côté des marchés financiers (*graphique 7*), les anticipations d'inflation ont récemment diminué de près d'un point en Allemagne (de +3,1 % fin 2013 à +2,2 % en novembre 2014) et de 0,7 point en France (de +2,7 % à +2,0 %), tandis qu'elles se stabilisaient en Italie (autour de +1,9 % en novembre 2014) et augmentaient en Espagne (+2,3 % en novembre 2014 contre +1,9 % en moyenne en 2012). L'importance d'une variation telle que celle observée en Allemagne et en France doit cependant être pondérée, une telle variation n'étant pas sans précédent historique (l'écart-type mensuel de la série est de 20 points de base). De plus, dans tous ces pays, les anticipations restent dans une fourchette comprise entre 1,8 % et 2,3 %, avec une moyenne de 1,9 % pour la zone euro, soit très proche de la cible de la BCE.

Les anticipations d'inflation retracées dans les enquêtes auprès des ménages ont également baissé depuis mi-2012 (*graphique 8*), particulièrement en Espagne et en Italie, mais les niveaux atteints ne sont pas inédits, ce qui indiquerait que les anticipations des ménages n'auraient pas particulièrement « décroché ». Ces enquêtes sont toutefois fortement corrélées avec le niveau actuel de l'inflation, avec un caractère prospectif très limité.

(3) Inflation annuelle moyenne durant 5 années, à partir de 5 ans dans le futur, calculée à partir de l'inflation anticipée à 5 ans et l'inflation anticipée à 10 ans. Autrement dit, il s'agit de l'inflation annuelle moyenne entre les années N+6 et N+10 si les inflations anticipées à 5 ans et à 10 ans se réalisent. Cet indicateur reflète les anticipations des acteurs à moyen terme en faisant abstraction de la situation dans les 5 prochaines années. Cet indicateur peut être calculé à partir du cours des obligations d'État (le terme « point mort » est alors littéral), ou, comme ici, à partir des swaps d'inflation (le terme « point mort » est alors un raccourci linguistique).

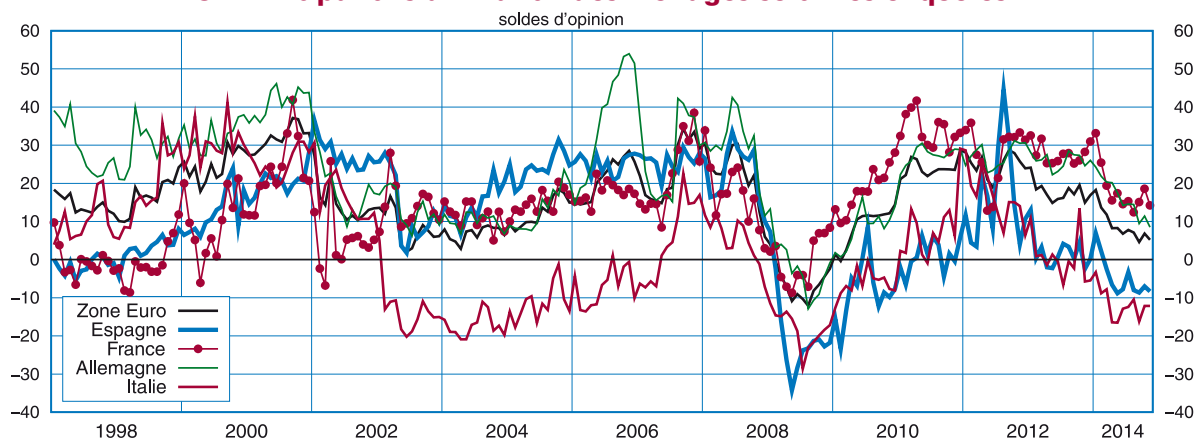
7 - Points morts d'inflation (à 5 ans dans 5 ans) en zone euro



Source : calculs Insee

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

8 - Anticipations d'inflation des ménages selon les enquêtes



Sources : Enquêtes de conjoncture auprès des ménages, Commission européenne

Cette hypothèse conduit à une relative stabilisation de l'inflation sous-jacente, le risque que celle-soit négative à l'horizon de la prévision étant estimé à environ 30 %

La prévision centrale est celle d'une inflation sous-jacente légèrement positive en juin 2015

Pour apprécier le risque de baisse des prix en France, on se concentre ici sur l'inflation sous-jacente : par définition en effet, elle élimine les composantes les plus volatiles, qui peuvent masquer les tendances à l'œuvre. Compte tenu de l'hypothèse retenue sur la part inexpliquée, en France, l'inflation sous-jacente resterait négative en décembre 2014 (-0,1 % après -0,2 % en novembre), elle serait basse mais positive au cours du premier semestre pour s'établir à +0,1 % en juin 2015 (cf. fiche « Prix à la consommation »). Cette prévision ne constitue toutefois que le scénario central entouré d'une certaine marge d'incertitude.

Mais le risque qu'elle soit négative à cet horizon est de l'ordre de 30 %

En analysant de façon statistique la distribution historique des écarts entre les prévisions des Notes de conjoncture successives et les réalisations d'inflation, la probabilité que l'inflation sous-jacente soit négative au deuxième trimestre 2015 est de l'ordre de 30 % (graphique 9 et encadré 3). Ainsi, dans l'hypothèse d'une stabilisation de la part inexpliquée, le risque d'entrer dans la zone où l'inflation sous-jacente devient durablement négative est significatif, même si ce n'est pas le scénario le plus probable.

À court terme, la désinflation peut constituer un choc positif de compétitivité ...

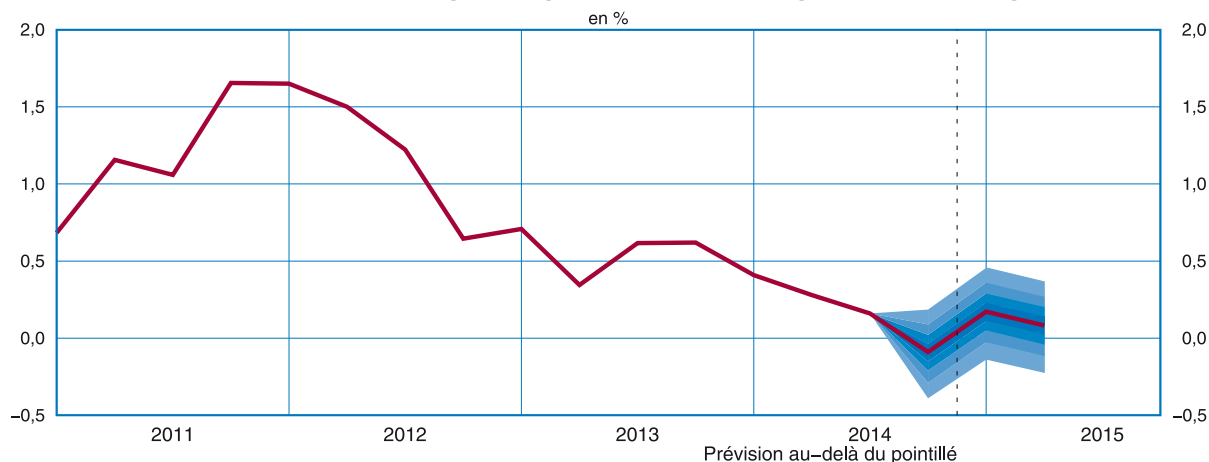
La désinflation actuelle procure des gains de compétitivité à la zone euro ...

Un choc désinflationniste peut être bénéfique pour l'économie. D'une part, une baisse de l'inflation peut soutenir la situation financière des agents domestiques, surtout quand la désinflation est importée. C'est le cas pour les ménages dont le pouvoir d'achat est rehaussé, notamment à court terme car la transmission de la désinflation à une moindre progression des salaires n'est pas immédiate. C'est le cas également pour les entreprises car elle baisse les coûts de production et donc augmente leurs marges. Mais ces effets favorables disparaissent lorsque la désinflation vient de facteurs internes, par exemple si elle tient à la modération salariale (qui limite les gains de pouvoir d'achat) ou au creusement des marges des entreprises, ce qui limite leurs dépenses d'investissement.

D'autre part, la désinflation, d'autant plus que le déficit de demande est fort, a des effets positifs sur l'activité si elle est propre à cette zone. Cela semble largement le cas actuellement de la zone euro, si l'on compare aux États-Unis dont l'inflation s'est stabilisée depuis mi-2012, ou au Royaume-Uni, dont l'inflation a moins reculé sur la même période (baisse de 1,2 point au Royaume-Uni entre août 2012 et octobre 2014, contre 2,2 points en zone euro). Le différentiel d'inflation relativement aux partenaires économiques permet en

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

9 - Prévision d'inflation sous-jacente pour la France et risques autour de la prévision



Note de lecture : Le graphique des risques retrace, autour de la prévision centrale (en trait rouge), 80 % des scénarios probables. La première bande, la plus foncée, décrit les scénarios les plus probables autour du scénario central, l'ensemble de ces scénarios ayant une probabilité totale de 20 %. La deuxième, un peu moins foncée, se décline en deux sous-bandes ; immédiatement au-dessus et en dessous de la bande centrale ; elle contient les scénarios qui suivent en termes de probabilité, de telle sorte que la probabilité totale des deux premières bandes atteigne 40 % ; et ainsi de suite, en allant du centre vers l'extérieur et de la bande la plus foncée à la bande la plus claire, jusqu'à atteindre 80 %.

Source : Insee

Encadré 3 - Construction d'un graphique de risques autour de la prévision d'inflation

La capacité de prévision des économistes peut être évaluée à partir de la comparaison historique entre inflation réalisée et prévue. Pour la France, la prévision trimestrielle de l'Insee (inflation trimestrielle et annuelle) à horizon de deux trimestres (Notes de conjoncture de juin et décembre) est ainsi confrontée l'indice des prix à la consommation et à l'indice sous-jacent (graphique). On y observe que :

1. la prévision d'inflation sous-jacente est globalement centrée (médiane très faiblement négative de -0,05). Un biais à la surestimation existe cependant, l'erreur moyenne étant significativement négative (-0,13).
2. la prévision d'inflation totale sous-estime structurellement l'inflation (médiane et moyenne significativement positive, à +0,30 et +0,17 respectivement). Ceci s'explique pour l'essentiel par l'hypothèse de stabilité du cours du pétrole retenue

pour l'exercice de prévision, alors qu'en moyenne, le prix du baril de pétrole a augmenté de 2,9 % par trimestre sur la période 2000-2013, soit un impact moyen de 0,25 point sur l'inflation totale.

Statistiques associées :

Moyenne de l'erreur de prévision :

Inflation totale = 0,17

Inflation sous-jacente = -0,13

Médiane de l'erreur de prévision :

Inflation totale = 0,30

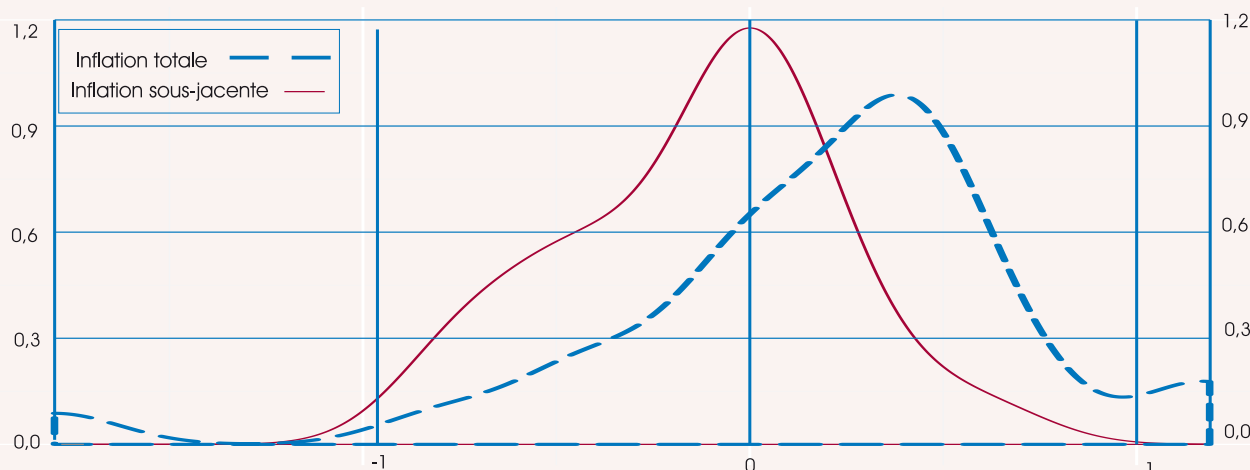
Inflation sous-jacente = -0,05

Écart-type de l'erreur de prévision :

Inflation totale = 0,35

Inflation sous-jacente = 0,60 ■

Densité de l'erreur de prévision de l'inflation France



Note de lecture : une erreur positive signifie que l'observé a été supérieur au prévu, i.e. que la prévision avait sous-estimé l'inflation

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

effet de gagner de la compétitivité sur les marchés extérieurs et de stimuler la demande interne, parce que les biens produits localement redeviennent plus compétitifs relativement aux produits importés. Selon les estimations proposées dans le dossier de la *Note de conjoncture* de juin 2013 (Borey et Quille (2013)), cet impact positif serait, en zone euro, particulièrement favorable en Espagne et en France, tandis que l'Allemagne serait peu affectée

... mais présente des risques pour les agents endettés...

... mais une faible inflation est coûteuse ...

En contrepartie, cette faible inflation a pour effet pervers, croissant à mesure que ce bas niveau devient durable, de remettre en cause la soutenabilité de la dette des agents économiques (États, ménages et entreprises).

...pour les finances publiques ...

Une faible inflation réduit mécaniquement une partie des recettes publiques, soit car elles sont directement indexées aux prix (TVA notamment), soit car elles sont indexées à des éléments eux mêmes indexés aux prix (impôt sur les sociétés par exemple, qui dépend du bénéfice nominal des entreprises, et donc des prix de vente). La contrepartie en termes d'ajustement des dépenses publiques peut être plus limitée en cas de rigidités nominales à la baisse (cas des pensions de retraites notamment) ce qui peut dégrader au moins à court terme la situation budgétaire de l'État.

... et ne permet pas à la banque centrale d'ajuster ses taux d'intérêt

De façon plus diffuse dans le temps selon les agents considérés, ceci augmente les taux d'intérêt réels, si les taux d'intérêt nominaux ne s'ajustent pas à la baisse de l'inflation, et donc limite l'incitation à emprunter. L'effet peut être limité dans le cas d'un prêt immobilier tant que les anticipations à moyen terme n'évoluent pas. L'effet peut également être limité dans le cas des entreprises si la désinflation est importée, car c'est l'écart entre taux d'intérêt et prix de leur valeur ajoutée qui importe ; mais dans le cas général, une hausse des taux d'intérêt réels peut inciter les entreprises à adopter une position attentiste. Il peut devenir particulièrement important lorsque les taux d'intérêt nominaux sont à un niveau plancher, comme c'est le cas aujourd'hui en zone euro : la banque centrale ne peut pratiquement pas baisser ses taux face à la baisse de l'inflation et le taux d'intérêt réel s'élève donc. La banque centrale est ainsi plus contrainte dans sa capacité de réagir à un choc d'inflation ou d'activité, même si le recours à des politiques non conventionnelles peut permettre de pallier dans une certaine mesure cette difficulté.

Une faible inflation peut conduire à des reports d'achats

Si la désinflation conduit jusqu'à une baisse des prix, ceci pourrait théoriquement inciter les agents à adopter une position attentiste, les ménages notamment repoussant leurs achats de biens durables en raison d'anticipations de poursuite de la baisse des prix. Plusieurs éléments suggèrent cependant que dans le cadre d'une baisse des prix modérée, cet effet devrait être très limité. Tout d'abord car, pour nombre de biens durables (automobiles, équipement du logement), des baisses de prix sont déjà à l'œuvre (d'où la baisse d'ensemble des prix des produits manufacturés) sans que l'on observe de baisse de la demande pour ces biens, au contraire. Il faudrait en outre que les baisses soient substantielles pour engendrer des comportements de report importants, comme les dispositifs spécifiques encourageant à l'achat de certaines voitures (primes à la casse, bonus-malus). Enfin car, au Japon, durant la période de déflation, le taux d'épargne des ménages a diminué, suggérant l'absence de reports d'achats.

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

... qui pourraient théoriquement provoquer, à plus long terme, l'apparition d'une spirale déflationniste

Une inflation durablement basse ...

Une inflation durablement basse rend l'économie vulnérable à un choc négatif sur les prix et, en rendant moins soutenable la dette des agents économiques, risque à terme d'enclencher une spirale déflationniste, comme celle observée au Japon depuis le milieu des années 1990 (*encadré 4*).

... peut déboucher sur une déflation par la dette

Ce mécanisme, détaillé dès 1933 par *Fisher* (puis complété notamment par *Minsky* en 1982 et *Bernanke* en 1983), se présente de la façon suivante : les agents économiques, trop endettés, doivent vendre leurs actifs pour équilibrer leur budget. Une spirale s'enclenche alors, dans laquelle la déflation initiale est amplifiée progressivement par effet de bouclage sur l'économie.

Une telle spirale peut se mettre en place suivant trois phases distinctes (*figure*) :

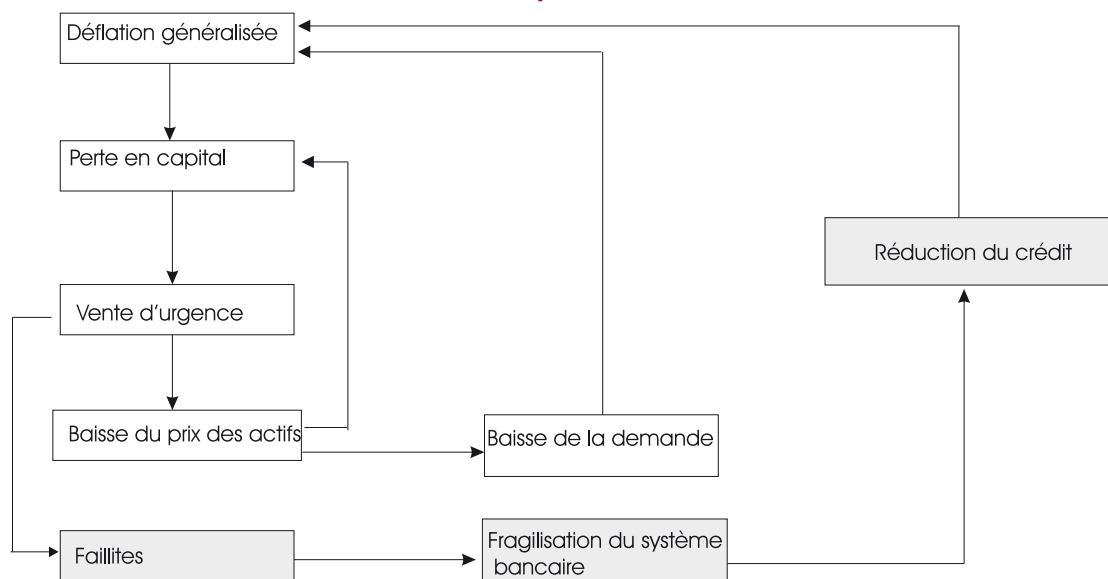
(i) Une baisse généralisée des prix provoquerait des pertes en capital pour les agents (par exemple, en provoquant une baisse des bourses) qui pourrait les amener à vendre certains de leurs actifs par anticipation d'une poursuite de la baisse ou pour équilibrer leur bilan. Ceci pourrait alors conduire à une baisse entretenue du prix des actifs.

(ii) Cette baisse du prix des actifs pourrait aussi avoir un impact négatif sur la demande par effet de richesse.

(iii) Les ventes d'actifs provoqueraient également des faillites plus nombreuses, ce qui fragiliserait le système bancaire – le taux de créances douteuses augmentant –, conduisant à une restriction du crédit et ainsi à l'amplification de la baisse de la demande.

L'ensemble de ces mécanismes traduit le simple ajustement à la baisse des anticipations d'inflation et n'est pas *a priori* propre aux périodes de baisse des prix. Mais deux facteurs viennent les renforcer lorsque l'inflation est initialement faible : d'une part une inflation durablement basse entraîne en général une baisse des primes de risque propice à une forte hausse des prix d'actifs et donc à un accroissement excessif de l'endettement ; d'autre part, du fait de la rigidité nominale sur les taux d'intérêt, une inflation basse, voire négative, limite la capacité des autorités monétaires à contrecarrer la baisse de la demande et de l'inflation qui finit par en résulter.

Schéma d'une spirale déflationniste



Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Encadré 4 - La déflation au Japon

On peut isoler trois phases dans le processus d'entrée en déflation de l'économie japonaise.

1. Fragilisation de l'économie (1990-1996)

L'économie japonaise a été très fragilisée par l'éclatement des bulles boursière et immobilière au début des années 1990 et par la récession qui a suivi en 1993. Les entreprises ont alors fortement contracté leurs investissements et ont tenté de se désendetter.

2. Entrée en déflation (1997-1998)

L'entrée en déflation en 1997-1998 (les prix n'ont commencé à baisser qu'en 1998, mais ils étaient artificiellement stimulés en 1997 par la hausse de la TVA) est liée à plusieurs chocs négatifs : des chocs fiscaux qui ont déprimé la consommation (augmentation de la TVA, arrêts des baisses d'impôts), la crise asiatique qui a touché de plein fouet les exportations du Japon, et la crise financière qui a éclaté de manière endogène ensuite. Pendant plusieurs années le problème des créances douteuses,

amplifié par le lien très fort entre entreprises et banques, avait en effet été masqué ; il n'a éclaté que lorsque le Japon a été au bord de la crise systémique. Les difficultés des banques les ont alors conduites à fortement rationner le crédit. La baisse des prix qui est alors survenue en 1998 a été amplifiée par le modèle de fixation des salaires : les salariés sont prêts à accepter des baisses de salaires en période de ralentissement de l'économie pour éviter de perdre leur emploi.

3. Spirale déflationniste (1998-2003)

La spirale déflationniste s'est entretenue à cause du mauvais état du système financier (incapacité de relance par le crédit), des pressions structurelles à la baisse sur les salaires, et d'un policy mix mal adapté qui n'a pas su empêcher l'apparition d'une trappe à liquidité : *ex post*, de nombreux économistes (par exemple Bernanke (1999)) estiment ainsi que la banque centrale japonaise est intervenue trop tardivement, à un moment où le canal du crédit était bouché, et l'inflation négative ; la politique de taux zéro en 1999 s'est donc avérée inefficace.■

Encadré 5 - L'indicateur de risque de déflation du FMI

L'indicateur de déflation construit par Kumar et alii (2003) et utilisé par le FMI repose sur l'utilisation d'un large éventail de variables économiques (croissance du PIB, taux de change réel, etc.). À chaque variable est associé un indicateur de risque qui peut prendre deux valeurs (0 ou 1), selon que la variable a ou non franchi un certain seuil. L'indicateur final retenu par le FMI est construit comme le pourcentage des variables ayant franchi le seuil considéré à risque.

Plus précisément, les variables et seuils associés (de façon ad hoc) sont les suivants :

- L'inflation totale est-elle inférieure à +0,5 % ?
- L'inflation au sens du déflateur du PIB est-elle inférieure à +0,5 % ?
- L'inflation sous-jacente est-elle inférieure à +0,5 % ?
- L'*output gap* (écart entre le PIB effectif et le PIB potentiel) s'est-il agrandi de plus de 2 points au cours des 4 derniers trimestres ?

- L'*output gap* est-il actuellement inférieur à 2 % ?
- La croissance a-t-elle été inférieure à la croissance moyenne des 2 dernières années précédentes ?
- Les cours de bourse ont-ils diminué au cours des 3 dernières années ? de plus de 30 % ?
- Le taux de change réel s'est-il apprécié de plus de 3 % au cours de la dernière année ? de plus de 4,0 % ?
- La croissance cumulée du crédit sur les 3 dernières années a-t-elle été inférieure à 10 % ?

Un tel indicateur a pour principal avantage de condenser plusieurs variables de vulnérabilité d'une économie. Il offre ainsi une mesure synthétique de risque de « faible activité dans un contexte de faible inflation », et donc implicitement du risque de déflation.■

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

La baisse récente de l'inflation peut donc constituer une bonne nouvelle dans les pays sensibles au choc favorable de compétitivité qu'elle représente. Elle fait cependant peser un risque important sur les agents endettés qui pourrait, théoriquement, conduire à la mise en place d'une spirale déflationniste.

Compte tenu du bas niveau qu'a atteint aujourd'hui l'inflation en France comme dans l'ensemble de la zone euro, évaluer le risque d'entrée en déflation est donc important.

L'indicateur proposé par le FMI pointe un risque de déflation non négligeable en zone euro...

Le FMI a développé un indicateur visant à mesurer le risque d'entrée en déflation ...

L'indice de vulnérabilité construit par le FMI (cf. notamment Decressin J. and Laxton D., 2009 et encadré 5) est une première réponse à cette question. Cet indice vise à mesurer le risque d'entrée en déflation, celle-ci étant définie comme « une baisse durable de l'indice total des prix qui s'autoentretient ». Une baisse temporaire guidée par un facteur particulier (par exemple une baisse des prix des produits pétroliers) ne correspond donc pas à cette définition. Plus le risque d'entrée en déflation est grand, plus le risque d'une inflation durablement inférieure à sa cible de long terme est lui aussi élevé.

Actuellement, cet indicateur pointe vers un risque de déflation particulièrement élevé en Espagne (graphique 10). Le risque serait également présent dans une moindre mesure en Italie voire en France, tandis qu'il serait très faible en Allemagne.

... mais ce type d'indicateur est au mieux concomitant et différencie peu le recul des prix de l'entrée en spirale déflationniste

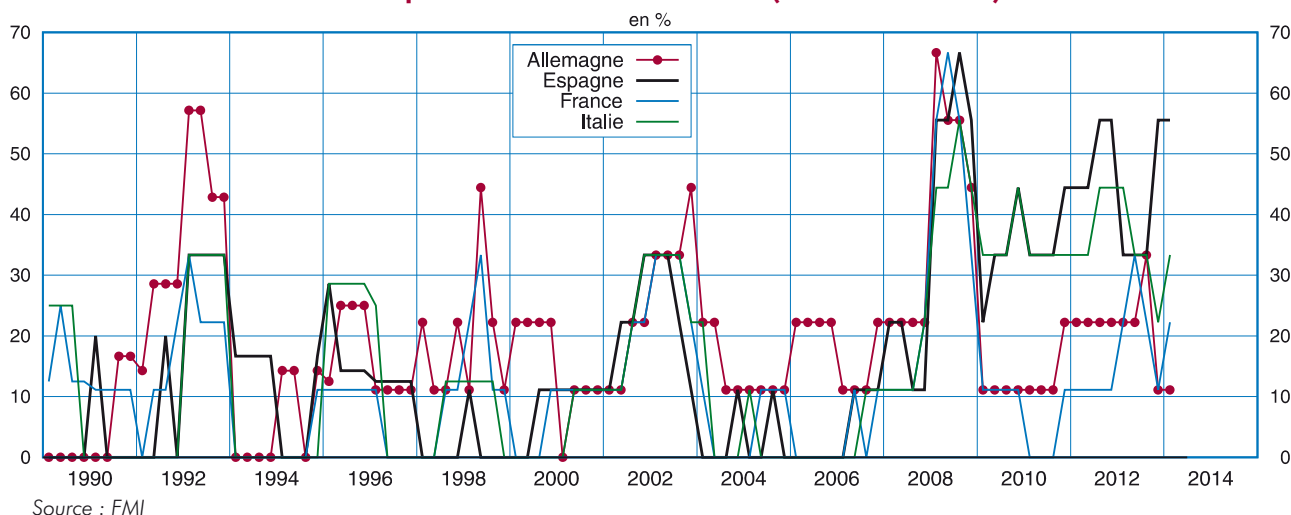
... mais ce n'est pas un indicateur avancé...

Toutefois cet indicateur donne une vision au mieux concomitante du risque de baisse des prix, mais ne permet pas de prévoir l'entrée en déflation. L'exemple du Japon illustre cette limite (graphique 11) : l'indicateur y est très corrélé à l'inflation et en 1998, il n'a augmenté que concomitamment à la baisse des prix.

... et il différencie peu le recul des prix de l'entrée en spirale déflationniste

Aujourd'hui, cet indicateur met en avant un risque particulièrement important de déflation en Espagne. De fait, l'inflation d'ensemble y est négative depuis juin 2014 et devrait rester très faible, d'ici mi-2015. Cependant, l'Espagne ne semble pas entrée dans une spirale déflationniste, en particulier en raison de la nette reprise de l'activité et du léger regain de salaires réels (encadré 6).

10 - Risque de déflation en zone euro (indicateur du FMI)



Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Encadré 6 : le recul des prix en Espagne

Alors que les Espagnols ont dû consentir à des baisses de salaires nominaux au cours des années récentes (*graphique 6*), les prix sont en recul en Espagne depuis juin 2014. Au vu de ces critères l'Espagne est menacée de déflation. Pour autant, elle ne serait pas entrée dans une spirale telle que la connaît le Japon ; plusieurs signaux favorables, plaident en effet pour une sortie rapide de cette situation :

- la nette reprise de l'activité depuis six trimestres avec une croissance du PIB de +1,8 % en glissement annuel au troisième trimestre 2014 qui accélérerait même encore légèrement en prévision (+2,1 % mi-2015) ;
- la moindre sous-utilisation des capacités productives, avec la nette remontée du taux d'utilisation des capacités (à 77 % au troisième trimestre 2014 contre 69 % fin 2012 et 80 % en

moyenne de 2000 à 2008) et la baisse du taux de chômage (à 23 % mi-2015, soit -4 points depuis début 2013) ;

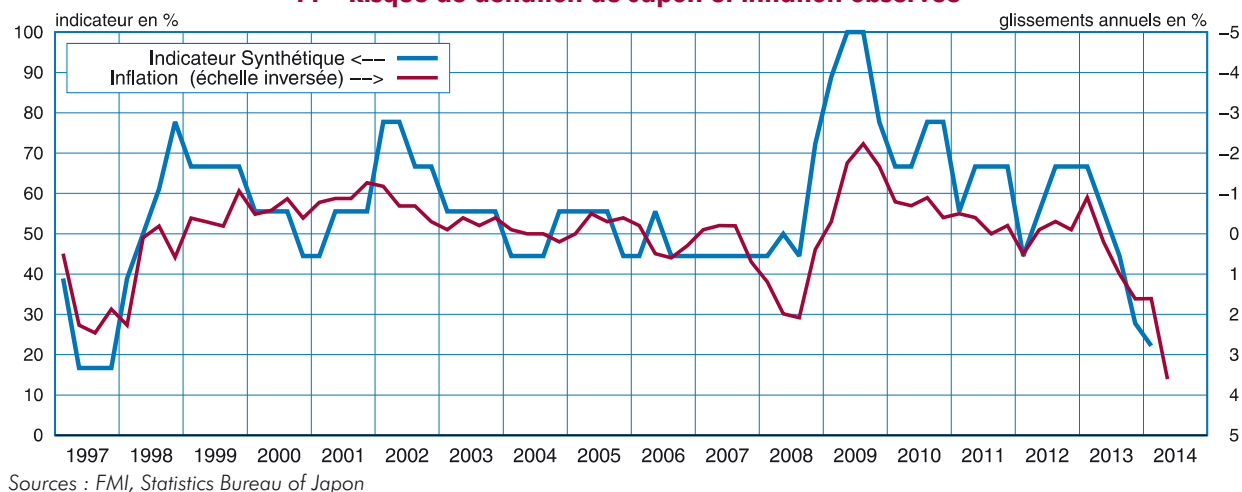
- la tendance haussière des prix des actifs financiers et, surtout, la récente stabilisation des prix des actifs immobiliers (en légère hausse sur un an mi-2014, après plusieurs années de reculs importants, *graphique 14*) ;
- le léger regain de salaires réels depuis début 2014, qui se poursuivrait d'ici mi-2015 (à +0,9 % en glissement annuel) et une évolution qui reviendrait ainsi en ligne avec les gains de productivité (+0,9 % en glissement annuel mi-2015) après une phase d'ajustement marqué ;
- la relative bonne santé du secteur bancaire espagnol qui a passé les récents tests de résistance conduits par l'Autorité bancaire européenne sans besoin de recapitalisation (cf. *éclairage de la fiche « marchés financiers »*). ■

Le mécanisme théorique de spirale déflationniste souligne l'importance de suivre les anticipations, l'endettement, les prix d'actifs et les défaillances... mais la détermination de seuils « d'alerte » est difficile

Le mécanisme théorique de spirale déflationniste souligne l'importance de suivre l'endettement des agents...

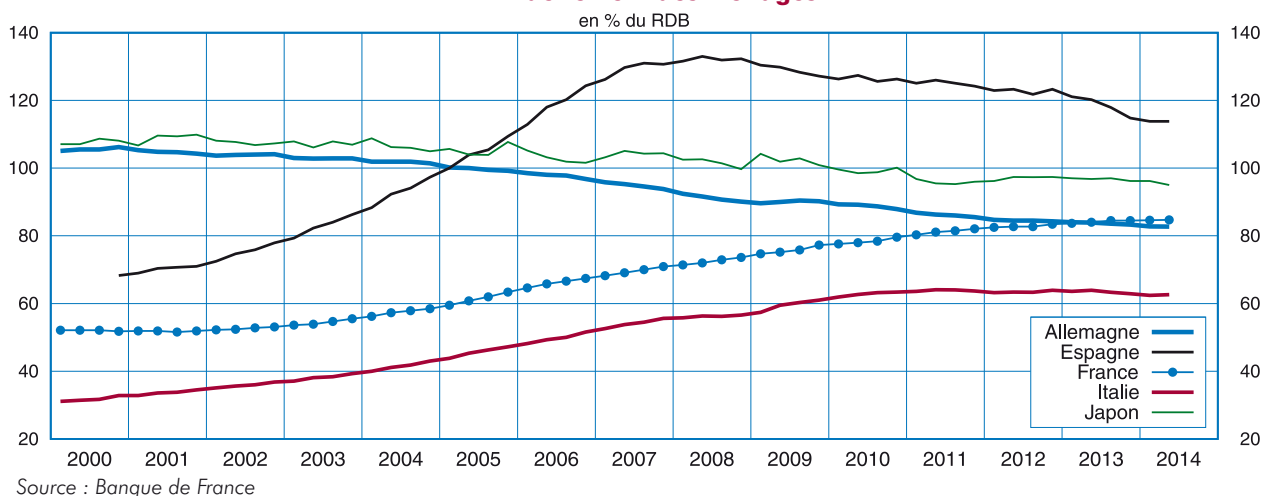
Au-delà des indicateurs financiers ou d'enquête sur les anticipations d'inflation des agents (cf. *supra*), le mécanisme théorique de spirale déflationniste et l'expérience japonaise soulignent le rôle important du désendettement des agents. Pour apprécier dans quelle mesure les agents peuvent se désendetter en cas de baisse des prix, il faut tenter de déterminer *ex ante* si le niveau d'endettement des agents financiers est soutenable. Une comparaison historique ou géographique peut donner une idée relative du niveau d'endettement : malgré une phase de désendettement depuis 2009, la part de l'endettement se situe aujourd'hui à un niveau encore bien plus élevé pour les ménages espagnols (représentant 114 % du revenu annuel) qu'au début des années 2000 (*graphique 12*). En quinze ans, le ratio d'endettement sur revenus a progressé en France et a diminué en Allemagne ; mais ils retrouvent en 2014 des niveaux comparables. Le ratio des ménages italiens a progressé mais reste en dessous de celui des autres grands pays européens. Du côté des entreprises, l'encours de crédit a également augmenté davantage que le PIB dans les principaux pays de la zone euro, sauf en Allemagne, et se situe aujourd'hui à un niveau plutôt élevé en perspective depuis le début des années 2000 (*graphique 13*). Pour autant, la

11 - Risque de déflation au Japon et inflation observée

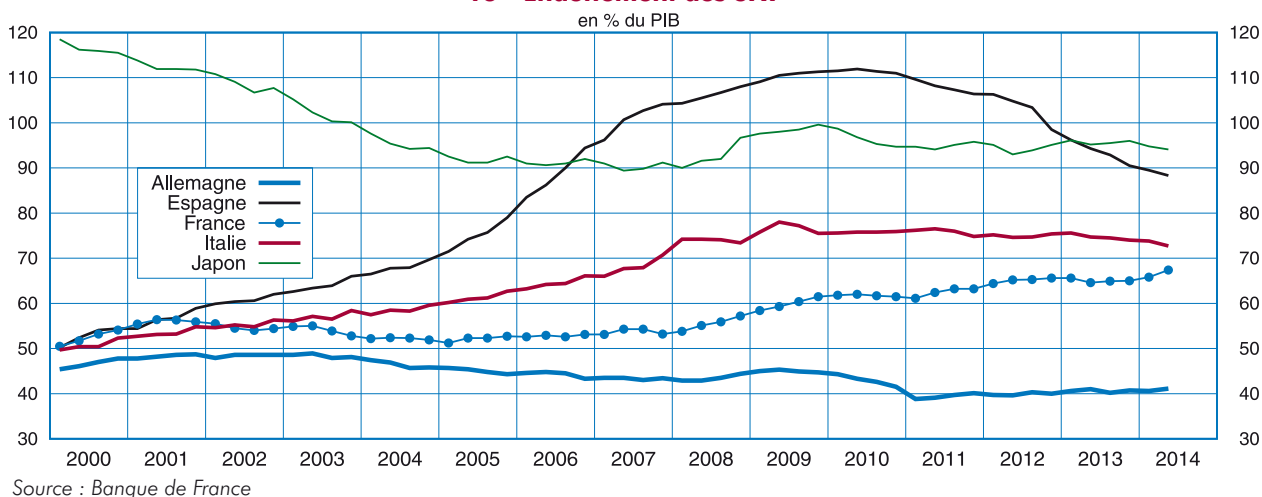


Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

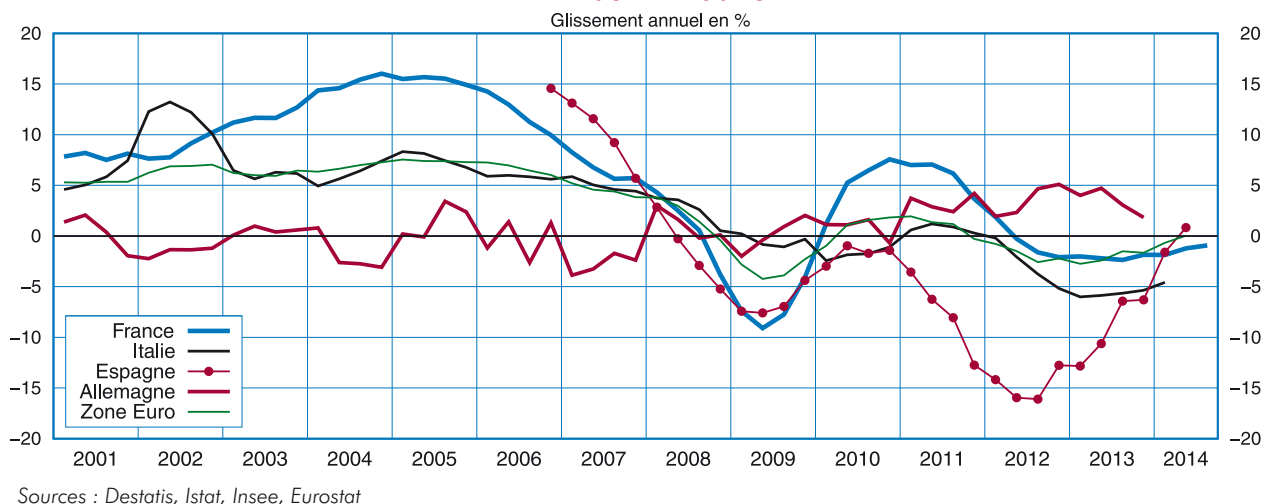
12 - Endettement des ménages



13 - Endettement des SNF



14 - Prix de l'immobilier



Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

... l'évolution du prix des actifs,...

progression de l'endettement peut tenir à un allongement des maturités, à une meilleure diversification des risques de crédit ou à d'autres différences sur la structure de financement de l'économie. Il est ainsi difficile d'isoler, à l'aune de ces différences dans le temps ou entre pays, si les niveaux d'endettement actuels contiennent un potentiel déflationniste et donc de déterminer un seuil « d'alerte ».

À défaut de pouvoir déterminer le risque posé par le niveau d'endettement, l'évolution des prix d'actifs doit être suivie car elle renseigne sur l'état des tensions sur ces marchés, sur les anticipations de prix des agents, et permettrait de signaler d'éventuels comportements de désendettement massif. Aujourd'hui, les prix de l'immobilier des logements neufs et anciens (*graphique 14*) diminuent encore en moyenne en zone euro, notamment en France et en Italie, alors qu'ils se sont stabilisés en Espagne et progressent régulièrement en Allemagne. Les indicateurs de bourses nationales (CAC40, Dax30, Stoxx50, MIB, Ibex35) sont, quant à eux, sur une tendance positive, ce qui ne préjuge toutefois pas de leur évolutions si l'inflation devenait durablement négative.

... ainsi que les défaillances d'entreprises qui peuvent fragiliser le système financier...

Dans le processus de spirale déflationniste par la dette présenté précédemment, le système financier peut être fragilisé par les faillites des agents économiques surendettés. De fait, le déficit prolongé de demande en zone euro conduit aujourd'hui à un niveau de défaillances d'entreprises relativement élevé, par exemple en France depuis le début des années 1990 (*graphique 15*), comparable aux autres phases basses du cycle économique.

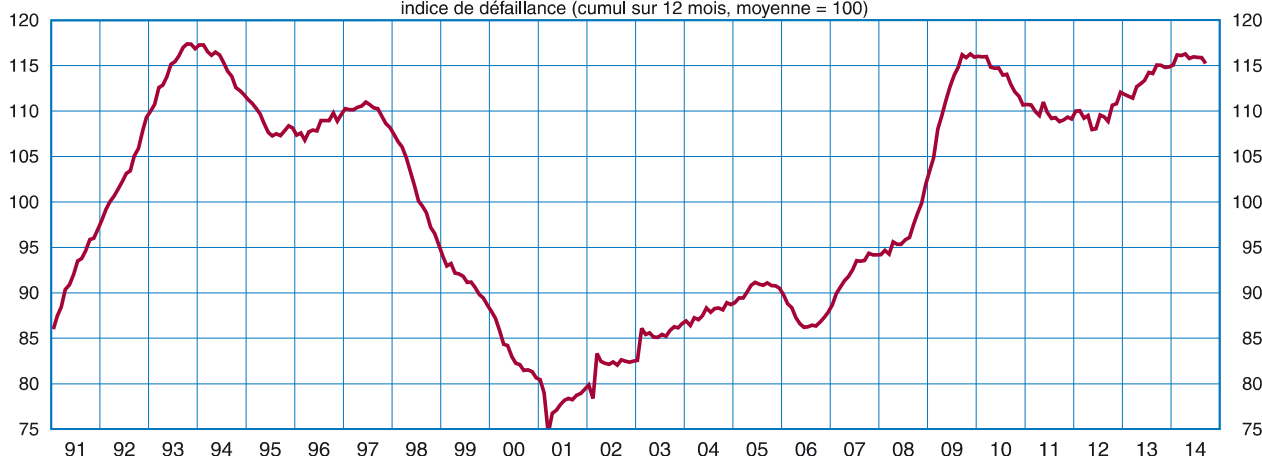
Pour autant, les résultats fournis par la BCE dans le cadre de son exercice de revue des bilans et des tests de résistance (cf. *éclairage de la fiche « Marchés financiers »*) permettent d'évaluer plus finement le système bancaire des principaux pays de la zone euro. Parmi les banques de la zone euro, les banques espagnoles et françaises auraient le niveau de fonds propres le plus proche du niveau optimal, suivies de près par les banques allemandes. À l'inverse, les banques italiennes auraient besoin d'un ajustement plus important, en valeur (12 Mds€) comme en proportion de leur actif (0,8 % de leur actif pondéré des risques). Les banques italiennes seraient également plus vulnérables au scénario de stress testé par la BCE.

... ce qui peut le conduire à restreindre son offre de crédit

Au-delà des comportements de désendettement des agents qui peuvent peser sur la demande de crédit, la dégradation bilancielle du secteur financier peut le conduire à restreindre son offre de crédit, freinant encore davantage l'activité et les prix. Il est donc important de suivre également les éventuelles restrictions de crédits. Aujourd'hui, selon l'enquête Safe de la BCE sur l'accès des PME

15 - Défaillances d'entreprises en France

indice de défaillance (cumul sur 12 mois, moyenne = 100)



Source : Banque de France

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

européennes au financement et portant sur la période d'avril à septembre 2014, 13 % des entreprises européennes disent encore rencontrer des difficultés d'accès au financement externe (contre 11 % six mois plus tôt). En Italie, où les contraintes d'offre de crédit ont eu un impact défavorable depuis la Grande Récession (cf. *Del Giovane, Eramo et Nobili (2011)*), les PME rapportent une nouvelle augmentation des refus de leurs demandes de crédit (à 20 %) et témoignent d'un resserrement récent de l'accès aux prêts bancaires et des possibilités de découverts. À l'inverse, selon l'enquête Safe, la situation est en légère amélioration en Espagne et est nettement plus favorable en Allemagne et en France.

Mais la détermination de seuils " d'alerte " est difficile

L'analyse du mécanisme de spirale déflationniste, décrit par la théorie économique et observé au Japon, invite à suivre plusieurs indicateurs : l'endettement des agents, le prix des actifs, les défaillances d'entreprises et l'offre de crédit. À ce stade, plusieurs de ces indicateurs pointent quelques fragilités, liées pour partie au moins à la position basse dans le cycle économique ; mais il semble impossible de déterminer de manière robuste et rigoureuse si les niveaux atteints pour ces différents indicateurs favoriseraient le déclenchement d'une spirale déflationniste au cas où l'inflation rentrerait dans une phase durablement négative.

Au total, si le risque d'inflation négative est réel, il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

L'inflation devrait rester durablement basse en zone euro. En Espagne, en France voire en Italie, ceci pourrait favoriser la croissance dans un premier temps, en offrant des gains de pouvoir d'achat aux ménages et de compétitivité aux entreprises. Mais la situation des agents endettés - y compris de l'État - pourrait ensuite s'avérer plus compliquée, ce qui pourrait limiter le stimulus offert à l'économie.

En outre, compte tenu des incertitudes qui pèsent sur l'évolution des prix du pétrole, la croissance économique en zone euro et les marges des entreprises, le risque que l'inflation sous-jacente devienne négative au cours du premier semestre 2015 est aujourd'hui réel.

Le risque qu'un tel épisode de baisse des prix débouche sur une spirale déflationniste par la dette, comme au Japon à la fin des années 1990, est difficilement anticipable, faute d'indicateur permettant de prédire cet enclenchement. ■

Le risque d'inflation négative est réel mais il ne préjuge pas d'une entrée en déflation

Bibliographie

- Audenaert D., Bardaji J., Lardeux R., Orand M. et Sicsic M.**, 2014, « La résistance des salaires depuis la grande récession s'explique-t-elle par des rigidités à la baisse ? », *Économie française*, Insee.
- Autrup S. L. et Grothe M.**, 2014, "Economic Surprises and Inflation Expectations. Has anchoring of expectations survived the crisis?", *document de travail de la BCE n°1671*.
- Beechey M. et Österholm P.**, 2007, "The Rise and Fall of U.S. Inflation Persistence, *Federal Reserve Board*.
- Bernanke B.**, 1983, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression", *American Economic Review*.
- Bernanke B.**, 1999, "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?", *Princeton University*.
- Borey G. et Quille B.**, 2013, « Comment s'explique le rééquilibrage des balances commerciales en Europe », *Note de conjoncture de l'Insee*.
- Bourquard V., Carnot N., Deruennes A. et Pamies-Sumner S.**, 2005, « Une maquette de prévision à court terme pour la France », *document de travail de la DGTPE*.
- Decressin J. et Laxton D.**, 2009, "Gauging Risks for Deflation", *IMF Staff Position Note SPN/09/01*, FMI, 28 janvier 2009.
- Del Giovane, Eramo et Nobili**, 2011, 2011, "Disentangling demand and supply in credit developments: A survey-based analysis for Italy", *Banking and Finance*, Elsevier, vol.35 (10), pp.2719-2732, octobre
- Draghi M.**, 2014, "Unemployment in the euro area", *Speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole*.
- Fisher I.**, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica*.
- Levin A., Natalucci F. et Piger J.**, 2004, "Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes", *document de travail de la BCE n°383*.
- Minsky H. P.**, 1982, "Can it happen again?: essays on instability and finance", *Armonk, N.Y.*■