

Les forces déflationnistes s'accélèrent! La Réserve fédérale tentera par tous les moyens d'éviter une baisse des prix aux États-Unis

L'indice des prix à la consommation (IPC) est en chute libre depuis quelques mois. En raison des effets liés à la correction abrupte des prix de l'énergie et d'une récession sévère à l'échelle du globe, les pressions sur les prix se sont vite dissipées. Ainsi, après le sursaut du printemps 2008, certaines mesures d'anticipations inflationnistes ont été complètement renversées, ramenant rapidement les craintes de déflation à l'avant-scène. La réaction des marchés a été de pousser les taux obligataires en forte baisse, les *Treasuries* de dix ans atteignant un récent creux de près de 2,00 %.

À court terme, il est probable que la baisse de plus de 100 \$ US du baril de pétrole observée en deuxième moitié de 2008 entraînera une variation annuelle négative de l'IPC total. Toutefois, cela est peu préoccupant au sens où 1) les effets baissiers s'annoncent transitoires et; 2) la baisse de l'indice ne reflète pas une diminution de l'ensemble des prix à la consommation. Le point litigieux est de savoir dans quelle mesure le repli économique et le resserrement des conditions de crédit risquent d'enranger un recul significatif de l'inflation sous-jacente, voire une déflation persistante et généralisée.

Dans ce *Point de vue économique*, nous nous interrogeons sur les risques réels de déflation. Nous montrons que l'élargissement des capacités excédentaires de production et les effets potentiels de la détérioration marquée du marché du travail sur les salaires sont très préoccupants. Il y a aussi un risque qu'une reprise très timide de la demande intérieure privée (consommation des ménages et investissement des entreprises) d'ici la mi-2010 entraîne une baisse des prix des biens plus forte et plus durable qu'escomptée, une situation exacerbée par les effets de la synchronisation du ralentissement mondial sur les prix à l'importation.

Toutefois, une déflation en bonne et due forme reste improbable. D'abord, les prix des services (excluant l'énergie) tels que ceux liés à la santé et au logement sont très stables et devraient continuer d'évoluer à la hausse. Puis, une déflation autoentretenu (ou une spirale déflationniste) nécessite une diminution des salaires, un scénario peu plausible étant donné la rigidité nominale des salaires et un désancrage des anticipations inflationnistes. Or, la Réserve fédérale (Fed) est mieux placée que quiconque pour savoir les méfaits que cela occasionnerait sur l'économie américaine et tout sera mis en œuvre pour éviter un tel scénario. Dans le pire des cas, elle n'hésitera pas à recourir à la planche à billets afin d'injecter massivement des capitaux dans le système financier.

Nous prévoyons que l'inflation de base s'atténuera graduellement au cours des prochains trimestres pour atteindre un creux de 0,5 % vers la mi-2010. À ce niveau, toutefois, il faut se rendre à l'évidence que la frontière entre une désinflation marquée et la déflation est bien mince. Étant donné la prédominance des risques baissiers sur la croissance, un scénario de légère déflation ne peut être écarté.

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

Économiste principal

Yves St-Maurice

Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon

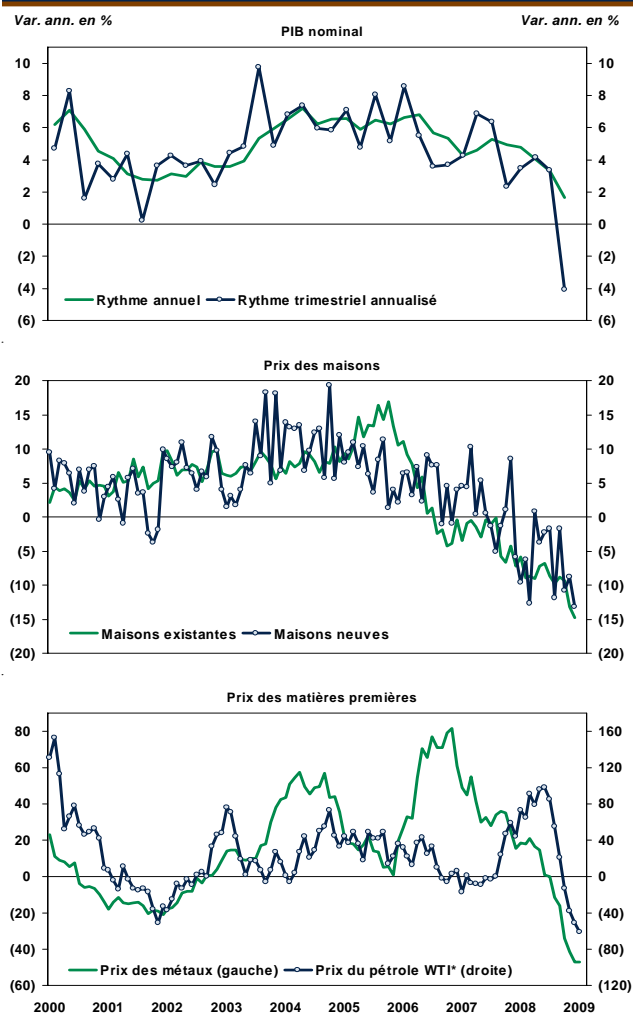
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

INFLATION, DÉINFLATION... DÉFLATION!

Qu'il s'agisse de la décroissance du PIB nominal, de la chute du prix des maisons, de l'écroulement des cours boursiers ou de l'affaissement des prix des matières premières, les États-Unis ont toutes les caractéristiques d'une économie au bord de la déflation (graphique 1).

Graphique 1 – Les États-Unis ont toutes les caractéristiques d'une économie en déflation

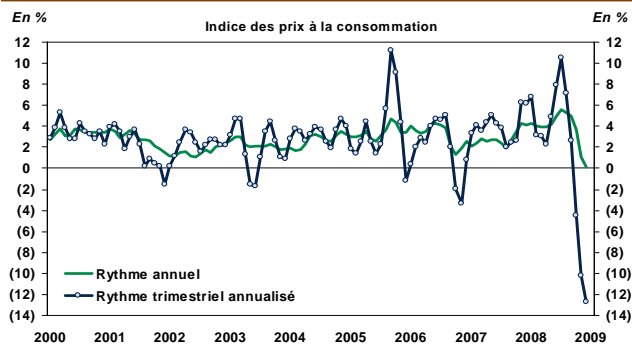


* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En raison de la baisse marquée des prix de l'énergie observée depuis juillet 2008, l'IPC total a connu des baisses mensuelles au cours des cinq derniers mois. Le glissement annuel est ainsi tombé à seulement 0,1 % en décembre (graphique 2), soit la plus faible croissance depuis 1955.

Dans la mesure où la baisse de l'IPC reflète essentiellement la diminution des prix de l'énergie, la déflation n'est pas un problème en soi (graphique 3). D'abord, elle permet de rétablir

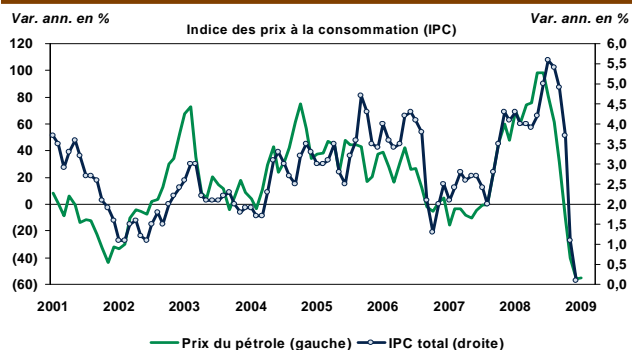
Graphique 2 – Inflation, désinflation... déflation!



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

en partie le pouvoir d'achat des consommateurs. Puis, ses effets peuvent n'être que temporaires. Si l'on suppose que les niveaux actuels des prix du pétrole escomptent largement les anticipations du marché face au repli de l'économie, il est probable que les cours du brut ont atteint un creux à la fin de 2008. Dans ces conditions, une stabilisation des prix du pétrole serait suffisante pour effacer les contributions négatives au bout d'un an.

Graphique 3 – La chute marquée des prix de l'énergie a causé une diminution significative de l'inflation totale

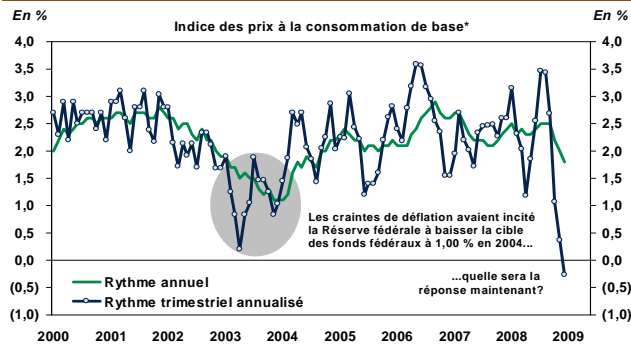


Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

C'est toutefois l'évolution de l'inflation sous-jacente qu'il importe de surveiller afin de bien jauger les pressions déflationnistes. Le problème est que les difficultés économiques ont amplifié le mouvement baissier de l'IPC au-delà des prix de l'énergie. Entre autres, le pessimisme affiché des consommateurs a incité les détaillants à réduire radicalement les prix à l'approche des Fêtes. Les prix des vêtements ont diminué à trois reprises au cours des quatre derniers mois de 2008. Par ailleurs, les difficultés du secteur automobile se sont traduites par une baisse drastique de la composante « transport » en décembre pour un cinquième mois d'affilée.

Ainsi, l'indice de base (qui exclut les aliments et l'énergie) a connu des baisses mensuelles à deux reprises à la fin de 2008, ramenant rapidement les craintes de déflation à l'avant-plan (graphique 4).

Graphique 4 – Les pressions sur les prix de base s'estompent rapidement



* Excluant aliments et énergie.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LE PIRE DOIT-IL ÊTRE ENVISAGÉ?

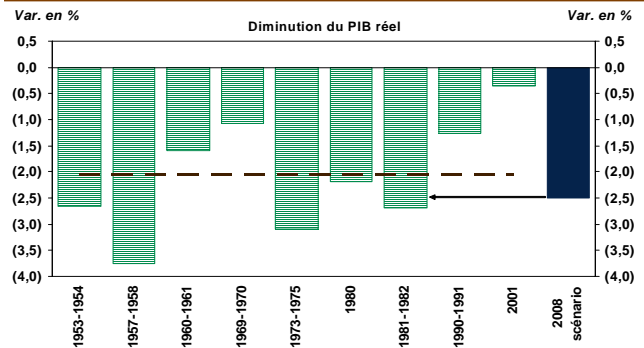
Une spirale déflationniste, caractérisée par une baisse généralisée des prix et des salaires et un désancrage des anticipations inflationnistes, reste peu probable. Mais nous ne pouvons écarter complètement un scénario de déflation aux États-Unis en raison d'une baisse marquée de la demande (voir l'encadré 1 à la page 4 pour plus de détails sur les méfaits de la déflation).

Le contexte économique s'est considérablement assombri au cours des derniers mois. Les actions menées par les pouvoirs publics ne réussissant pas à rétablir un climat de confiance, la persistance de la crise financière a entraîné une forte chute de la valeur des actifs, ce qui a eu pour effet de diminuer la richesse des ménages, déjà lourdement éprouvée par la correction du prix des maisons. L'incertitude engendrée par cette situation a incité les ménages et les entreprises à différer leurs dépenses, ce qui a réduit la demande de biens de consommation et d'équipement, une situation amplifiée par les perturbations généralisées sur les marchés de crédit.

Dans ce climat d'incertitude, on s'attend maintenant à ce que le PIB réel des États-Unis se contracte de plus de 2,5 % au cours du présent cycle baissier. Cela équivaudrait à une perte de production comparable à celles des récessions de 1974-1975 et de 1980-1982 (graphique 5).

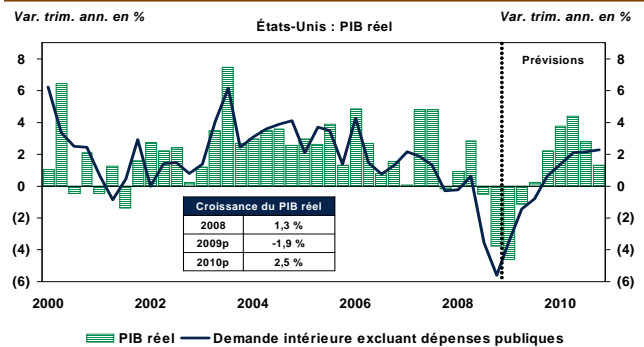
En raison du plan de stimulation économique et de la faiblesse des taux d'intérêt directeurs, nous continuons à miser sur une reprise de l'activité à la fin de 2009 et en 2010. Les risques restent toutefois encore largement orientés à la baisse et la reprise, en l'absence des moteurs traditionnels de croissance

Graphique 5 – Une récession plus sévère que les deux dernières



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – La demande intérieure privée demeurera faible jusqu'en 2010



p : prévisions
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

(construction, consommation et investissements privés), s'annonce, au mieux, modeste (graphique 6).

Dans ces conditions, la possibilité de voir le glissement annuel de l'IPC de base tomber en zone négative prend tout son sens. Pour nous en assurer, nous décortiquons les facteurs susceptibles d'influencer l'inflation sous-jacente au cours des prochains trimestres.

L'EMPLOI EN CHUTE LIBRE

Nous regardons d'abord l'évolution du marché de l'emploi. Cette approche est fondamentale étant donné 1) le lien théorique entre l'inflation et le taux de chômage; et 2) les effets de la détérioration du marché du travail sur la croissance des salaires nominaux.

Les données récentes sont accablantes et témoignent de la plus forte correction de l'emploi depuis la Grande Dépression des années 30 (graphique 7). Au net, déjà plus de 3 500 000 postes ont été perdus depuis le début de la récession aux États-Unis et les statistiques les plus récentes, jumelées aux annonces de mises à pied, pointent vers un repli

Encadré 1**Déflation : causes et conséquences****Quel est ce mal?**

La déflation se caractérise par une baisse généralisée des prix. C'est donc le contraire de l'inflation. Il ne faut pas la confondre avec la désinflation qui, elle, est une diminution dans le rythme de progression des prix.

Règle générale, une période de déflation prolongée amène une spirale vers le bas de la demande globale et de la production et dégénère habituellement en une récession grave qui, souvent, peut même mener à une dépression économique.

Un des premiers effets de la déflation est la réduction des dépenses de consommation puisque, dans un contexte de baisse des prix, les consommateurs voudront attendre d'autres diminutions avant d'acheter. Cette baisse est suivie d'une diminution des revenus et profits des entreprises, ce qui limite éventuellement la croissance des salaires, de l'emploi et peut mener à des mises à pied massives. La rigidité des salaires nominaux qui, face à la diminution des prix, pousse les salaires réels à la hausse, provoque aussi un recul de l'emploi. Une fois les dépenses de consommation réduites, le cercle vicieux se met alors en branle parce que la baisse des dépenses des ménages entraîne une autre diminution des revenus des entreprises.

La déflation a également un impact considérable sur le bilan des agents économiques (ménages, entreprises et gouvernements) puisqu'elle augmente leur niveau réel d'endettement et qu'elle diminue la valeur de leur actif. Cela amène des risques de crédit supplémentaires et aussi, généralement, une hausse des créances douteuses qui peuvent, à leur tour, entraîner des faillites bancaires.

Enfin, une baisse du niveau des prix peut, très souvent, empêcher les taux d'intérêt réels, en termes réels, d'être négatifs comme le souhaiteraient les banques centrales dans une telle situation, et ce, dans l'espoir de stimuler au maximum l'économie. Ces effets de la déflation montrent à quel point ce phénomène, heureusement très rare, doit être craint comme la peste.

Pourquoi les périodes de déflation surviennent-elles?

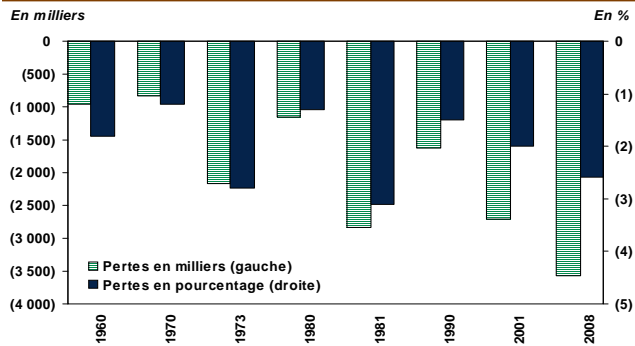
Deux principaux enchaînements amènent la déflation. Premièrement, un choc défavorable, habituellement économique, doit surgir. Il peut être d'ordre patrimonial, soit la diminution des prix des éléments d'actifs mobiliers ou immobiliers, ou d'ordre structurel, tel qu'un marché du travail trop rigide. Il peut aussi être occasionné par un changement géopolitique, comme la réunification allemande des années 90.

Deuxièmement, ce choc doit être associé à une politique de taux de change inadaptée au contexte du pays, à une politique monétaire peu réactive qui amplifie le recul de l'activité économique et, par ricochet, des indices de prix, et, à des problèmes structurels qui empêchent l'ajustement post-choc de l'économie.

Les périodes de déflation apparaissent donc à la suite de chocs défavorables, lorsqu'il y a une surévaluation réelle de la monnaie nationale, une lenteur de réaction ou une réaction inadaptée de la politique monétaire et des rigidités structurelles.

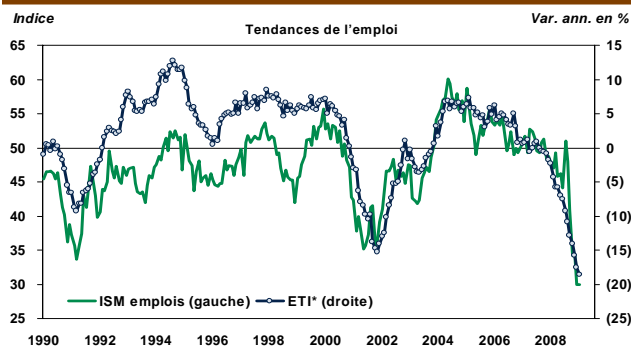
En somme, la déflation résulte d'erreurs de stratégie au sein des politiques économiques. De plus, il est vrai que la déflation est devenue récemment plus probable en raison de l'internationalisation de la production industrielle et de l'affaiblissement de la situation des banques dans plusieurs pays.

Graphique 7 – Les pertes d'emplois sont déjà colossales...



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – ...et les perspectives restent sombres

* Employment Trends Index du Conference Board.
Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

additionnel du marché au cours des prochains mois (graphique 8).

Notre scénario économique table sur l'atteinte d'un creux aux alentours de la mi-2009, ce qui pourrait se traduire par plus de 5 000 000 d'emplois nets perdus au total et un taux de chômage atteignant les 9 % au sud de la frontière. Par contre, dans un contexte où la reprise économique tarde à se manifester ou advenant des effets retardés sur l'emploi liés aux difficultés de disposer efficacement et rapidement des fonds gouvernementaux alloués pour la relance économique, on peut facilement imaginer une remontée beaucoup plus tardive que prévu de l'emploi et l'atteinte d'un taux de chômage dans les deux chiffres.

LA COURBE DE PHILIPS POINTE VERS UNE PÉRIODE DE DÉFLATION

Déjà, dans un contexte de faible inflation, une détérioration du taux de chômage de près de cinq points de pourcentage accroîtrait considérablement les risques de déflation.

Nous modélisons la relation entre le chômage et l'inflation à partir de l'équation de la courbe de Philips (voir l'encadré 2 à la page 6 pour plus de détails sur la courbe de Philips) :

$$(1) \quad \pi_t = \pi^e - \alpha(\mu_t - \mu^*) + u_t$$

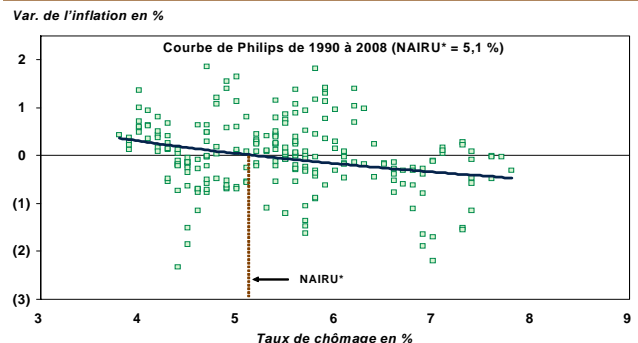
où l'inflation (π_t) est fonction des anticipations inflationnistes (π_t^e), de l'écart entre le taux de chômage (μ_t) et le NAIRU¹ (μ^*), c'est-à-dire le taux de chômage qui prévaut lorsque l'économie évolue à son niveau potentiel de plein emploi et des chocs (u_t) tels que les variations des prix du pétrole, l'évolution du taux de change, les changements de taxation, etc.

En faisant l'hypothèse que les anticipations inflationnistes sont adaptatives², nous réarrangeons l'équation (1) afin d'estimer le NAIRU :

$$(2) \quad \pi_t - \pi^e = \alpha(\mu^* - \mu_t) + u_t$$

Le NAIRU varie dans le temps en fonction des facteurs démographiques, politiques, économiques ou technologiques. Pour la période allant de 1990 à 2008, caractérisée par une faible volatilité sur la croissance économique et l'inflation, nous obtenons un taux de chômage non inflationniste de 5,1 %, soit un niveau en ligne avec d'autres résultats empiriques³ (graphique 9).

Graphique 9 – La courbe de Philips montre une relation négative entre le chômage et l'inflation

* Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

¹ Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment.

² Nous faisons l'hypothèse que les anticipations d'inflation sont basées sur la moyenne des 12 derniers mois.

³ Le Congressional Budget Office des États-Unis estime le NAIRU à 4,8 %.

Encadré 2
Courbe de Philips¹

À la base, la courbe de Philips illustre la relation entre l'inflation et le chômage. La courbe montre qu'un taux d'inflation faible est associé à un taux de chômage élevé et qu'un taux d'inflation élevé est associé à un taux de chômage faible. Avec le temps, le concept de la courbe de Philips s'est raffiné pour tenir compte des anticipations de l'inflation et des chocs de l'offre.

Les débats modernes sur le lien entre l'inflation et le chômage ont véritablement pris naissance à la suite d'une étude de l'économiste Alban William Philips qui montrait une relation inverse, non linéaire et stable entre le taux de variation des salaires et le chômage au Royaume-Uni. Depuis, le concept de la courbe de Philips a beaucoup évolué. La courbe de Philips moderne identifie trois sources d'inflation : l'inflation dite anticipée, l'écart du chômage par rapport à son taux naturel et les chocs de l'offre (p. ex. : choc pétrolier). Par ailleurs, une distinction est maintenant faite entre la courbe de Philips de court terme et celle de long terme.

À court terme, la courbe de Philips montre la relation entre l'inflation et le chômage pour un taux donné d'inflation anticipée et pour un taux donné de chômage naturel². Lorsque survient une augmentation non prévue de la demande agrégée, les entreprises haussent le prix de leur produit pour éviter une rupture des stocks et emploient davantage d'intrants (travailleurs, matières premières, etc.) pour accroître leur production. La demande accrue à l'égard des travailleurs fait baisser le chômage, mais tend aussi à faire augmenter les salaires. La même logique s'applique aux autres intrants, leur prix tendant à s'élever avec la demande. Une hausse non prévue de la demande fait donc augmenter le taux d'inflation et fait diminuer le taux de chômage. Suivant le même raisonnement, une diminution non prévue de la demande fait baisser le taux d'inflation et fait accroître le taux de chômage.

Une augmentation de l'inflation anticipée fait se déplacer vers le haut la courbe de Philips, tandis qu'une diminution de l'inflation anticipée l'amène vers le bas. Une augmentation du taux de chômage de plein emploi pousse la courbe vers la droite, tandis qu'une diminution de ce taux la pousse vers la gauche. Les chocs de l'offre peuvent également faire déplacer la courbe de Philips vers le haut ou vers le bas. À long terme, étant donné que l'économie se situe au plein emploi (taux de chômage naturel), le taux de chômage n'influe plus sur le taux d'inflation. Celui-ci dépendra des anticipations des agents économiques.

¹ DESJARDINS, ÉTUDES ÉCONOMIQUES. *Guide pratique des concepts et théories économiques*, 1^{re} éd., 2007, 220 pages, [http://www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/dossiers/concepts-theories/index.jsp]

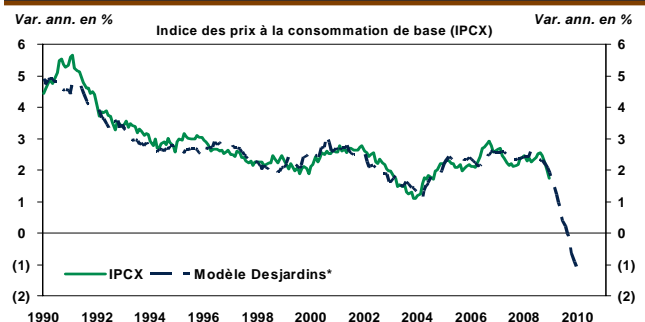
² Le taux de chômage naturel correspond au taux de chômage enregistré lorsque l'économie est au plein emploi.

Cela nous permet de régresser la variation de l'inflation sur l'écart potentiel de production. Ainsi, nous montrons que le rythme annuel de l'inflation de base pourrait dépasser -1,0 % en 2010 (graphique 10).

SURCAPACITÉ DE PRODUCTION, PERTES D'EMPLOIS, BAISSSES DES SALAIRES

Cette entrée théorique en déflation (nous verrons plus loin que la Fed mettra tout en œuvre pour l'éviter) n'est pas surprenante en soi. Les pressions baissières qui découlent de la chute des prix des matières premières sont amplifiées par les effets de la récession sur l'utilisation des capacités de production. Après un an en récession, l'économie évolue maintenant à plus de 4 % sous le niveau potentiel du PIB et

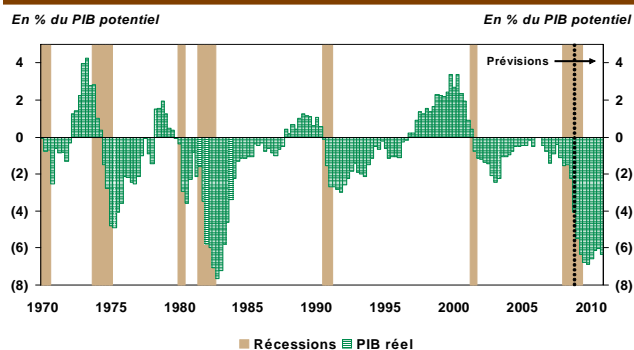
Graphique 10 – La détérioration du contexte économique est compatible avec une période de déflation



* Modèle basé sur les anticipations inflationnistes, la masse monétaire, le taux de chômage, les prix du pétrole, le coût unitaire de la main-d'œuvre et la Bourse.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

nos prévisions suggèrent que l'écart pourrait rapidement se creuser à plus de 6 % et s'y maintenir jusqu'à la fin de 2010 (graphique 11). À moins d'une accélération de la croissance économique, l'écart pourrait ne pas être comblé avant 2012.

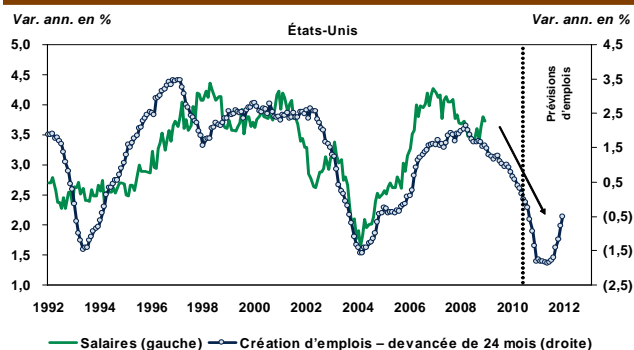
Graphique 11 – L'output gap aux États-Unis prendra des proportions records



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, les perspectives d'embauche restent sombres et les effets latents des pertes d'emplois massives se répercuteront inévitablement sur les revenus des ménages. Les pressions à la baisse sur la croissance des salaires, dont les effets se font habituellement sentir avec un retard allant jusqu'à 24 mois, pourraient à leur tour alimenter une période de déflation au cours des prochaines années (graphique 12).

Graphique 12 – La croissance des salaires est appelée à ralentir davantage

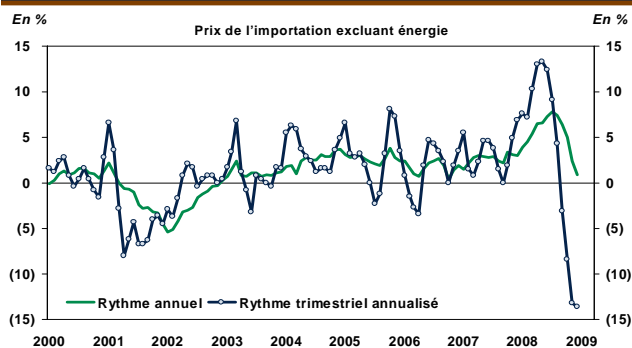


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LES PRIX À L'IMPORTATION EN FORTE BAISSÉ

Au-delà des facteurs locaux, il faut aussi s'attarder à l'évolution des prix des biens importés. Reflet de l'affaissement de la consommation américaine, les prix à l'importation excluant l'énergie ont fortement diminué au cours des derniers mois (graphique 13). À ce rythme, le glissement annuel passera vraisemblablement en zone négative très prochainement.

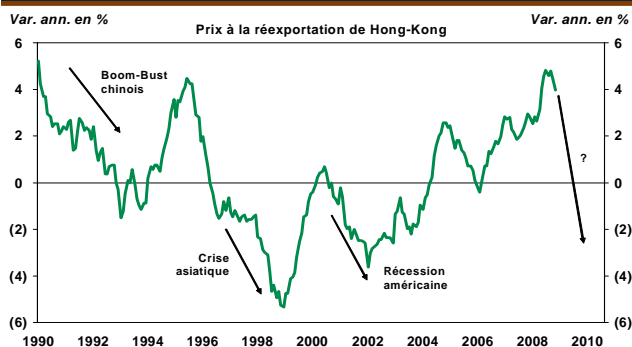
Graphique 13 – Le recul des prix à l'importation de base...



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La synchronisation du marasme économique pourrait exacerber ce mouvement baissier. Dans un contexte où la croissance des pays asiatiques, et plus particulièrement de la Chine, a été alimentée par la consommation américaine, la diminution de la demande pourrait se traduire par une production trop abondante. Les lois du marché font que les économies asiatiques seraient contraintes d'abaisser davantage le prix de leurs biens manufacturiers (graphique 14).

Graphique 14 – ...pourrait s'intensifier

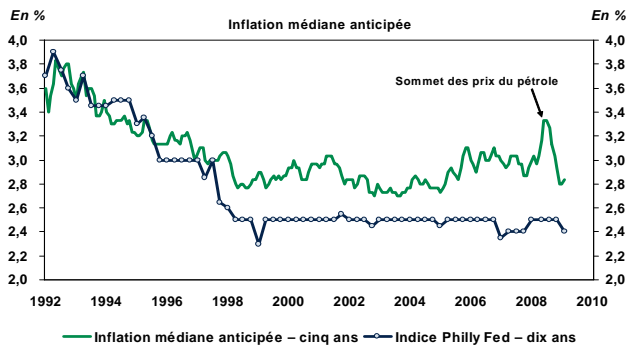


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LES ANTICIPATIONS INFLATIONNISTES

Le scénario de déflation potentiel pourrait être encore pire advenant un désancrage des anticipations inflationnistes. Pour le moment, la plupart des mesures montrent que la Fed fait le nécessaire pour maintenir la stabilité des prix. Cela se reflète en particulier par la constance du sondage fait auprès des prévisionnistes professionnels, qui est demeuré bien ancré à 2,5 % lors des pressions inflationnistes sous-jacentes à la flambée des prix du pétrole en juillet 2008 et encore aujourd'hui, malgré le repli économique (graphique 15).

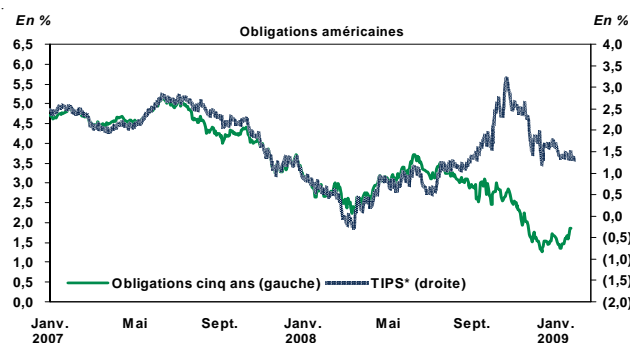
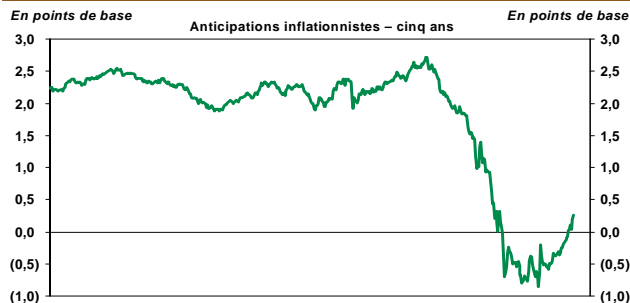
Graphique 15 – Les sondages montrent que l’inflation anticipée demeure bien ancrée



Sources : Université du Michigan, Federal Reserve of Philadelphia et Desjardins, Études économiques

Les anticipations inflationnistes dérivées à partir de l'écart entre les taux des obligations nominales et ceux des obligations à rendement réel (qui offrent une protection contre l'inflation) se sont fortement corrigées à la fin de 2008, mais cela reflète en partie les problèmes liés à la liquidité (graphique 16).

Graphique 16 – La baisse des anticipations inflationnistes reflète surtout des problèmes de liquidités du marché



* Treasury Inflation Protected Security.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Néanmoins, la possibilité d'une inflation inférieure à la zone de confort de la Fed sera une source de préoccupation au cours des prochains trimestres :

« In light of the declines in the prices of energy [...] and the prospect for considerable economic slack, [...] inflation pressures will remain subdued in the coming quarters. Moreover, the Committee sees some risk that inflation could persist for a time below rates that best foster economic growth and price stability in the longer term ».

Réserve fédérale, 28 janvier 2009

SPIRALE DÉFLATIONNISTE : LA FED À LA RESCousse

La conjugaison d'un désancrage des anticipations inflationnistes et d'une stagnation des revenus pourrait être le dangereux précédent d'une spirale déflationniste. Étant donné la rigidité nominale des salaires, la déflation pousse les salaires réels à la hausse. Cela retarde davantage le cycle de l'emploi, incite les ménages à redoubler de prudence et à revoir certaines décisions d'achat⁴. L'affaissement de la demande alimente alors un cercle pernicieux de déflation.

Cela dit, bien que les facteurs aggravants s'accroissent, les conditions ne sont pas encore en place pour une déflation en bonne et due forme. En faisant la liste des événements généralement associés à ce fléau, on s'aperçoit que la Fed et le gouvernement américain n'ont pas répété les erreurs qui ont mené à la période déflationniste de la Grande Dépression et à celle de la déflation japonaise des années 90 (tableau 1).

Tableau 1
Les facteurs actuels de déflation

	Japon		États-Unis	
	1930	2008	1930	2008
Faiblesse de l'économie interne	x	x	x	x
Ampleur du surinvestissement	x	x	x	x
Ampleur de la bulle financière	x	x	x	x
Ampleur de l'endettement sect. privé	x	x	x	x
Fortes pressions concur. sur les prix	x	x	x	x
Faiblesse du système bancaire	x	x	x	x
Rigidité de la politique monétaire	x	x		
Rigidité de la politique fiscale	x	x		
Problèmes structurels sévères	x	x		
Paralysie politique et sociale	x	x		
Vieillessement de la population	x			

x : signifie que cette variable a un impact potentiellement déflationniste
Source : Desjardins, Études économiques

⁴ C'est cette rigidité et ses conséquences en temps de dépression qui, selon l'économiste John M. Keynes, incitent le secteur public à pallier temporairement, à l'aide de déficits budgétaires, la faiblesse de la demande privée.

Le gouvernement a mis sur pied un plan visant essentiellement à recapitaliser le système bancaire américain, et un vaste programme de relance économique vient d'être adopté par le Congrès. De son côté, la Fed n'a pas hésité à porter la cible des fonds fédéraux à « zéro » et à multiplier ses interventions par une expansion colossale de son bilan afin de résorber les tensions sur le marché du crédit. D'autres facilités seront créées au besoin et la Fed, dans le pire des cas, n'hésitera pas à recourir à la planche à billets afin de racheter la dette du gouvernement, une opération qui équivaldrait à injecter des sommes massives de capitaux dans le système financier.

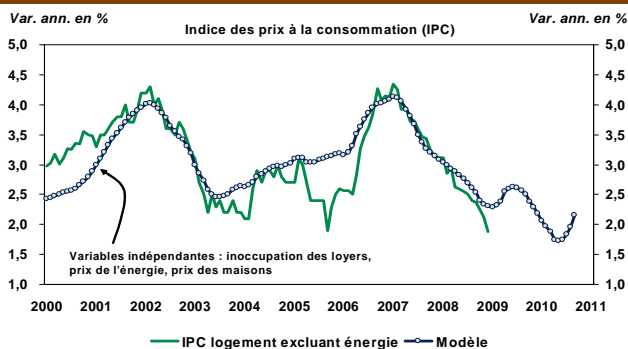
CONCLUSION

Les risques de déflation n'ont pas été aussi importants depuis la Grande Dépression des années 30. Au-delà des effets de la correction des prix de l'énergie, l'affaiblissement de la demande privée exercera des pressions continues sur l'inflation sous-jacente au cours des prochaines années.

Toutefois, nous avons bon espoir que l'économie américaine sera en mesure d'éviter une déflation en bonne et due forme. La détérioration du marché de l'emploi est certes préoccupante, mais les mesures de relance économique et de création d'emplois entreprises par l'administration Obama devraient permettre de renverser la situation en deuxième moitié de 2009.

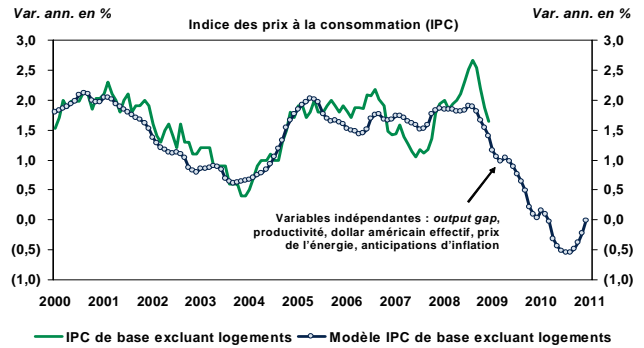
Par ailleurs, bien que les modèles théoriques basés sur la courbe de Philips pointent vers une période de légère déflation, nous considérons qu'il est plus approprié de capter séparément les effets liés aux prix de base des biens et services de ceux associés aux prix des logements. Il apparaît alors que la stabilité de l'inflation du prix des loyers (excluant l'énergie), qui compte pour près de 40 % de l'indice de base, contrebalance les pressions baissières sur les autres prix causées par le recul de l'économie (graphiques 17 et 18).

Graphique 17 – La hausse des prix des logements devrait contrebalancer...



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

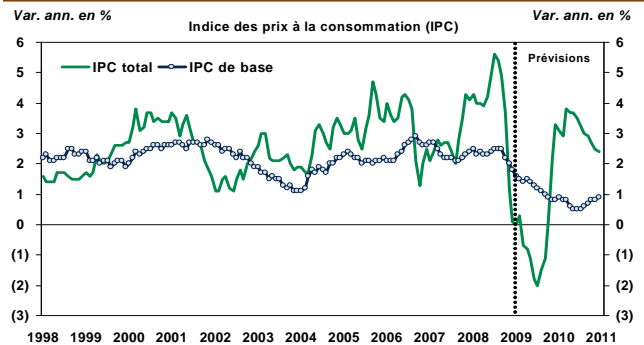
Graphique 18 – ...la baisse des prix de base des biens et services



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Nous prévoyons ainsi que l'inflation de base s'atténuera graduellement au cours des prochains trimestres pour atteindre un creux de 0,5 % vers la mi-2010 (graphique 19). À ce niveau, toutefois, il faut se rendre à l'évidence que la frontière entre une désinflation marquée et la déflation est bien mince. Étant donné la prédominance des risques baissiers sur la croissance, un scénario de légère déflation ne peut être écarté.

Graphique 19 – L'inflation de base se rapprochera dangereusement de la zone négative



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Martin Lefebvre
Économiste principal

Hendrix Vachon
Économiste