

## Plaidoyer pour l'inflation?

Par OLIVIER BLANCHARD

Olivier Blanchard est professeur au Massachusetts Institute of Technology. Lundi prochain, «Economie» avec Daniel Cohen.

Le lundi 23 novembre 1998

«L'inflation est mauvaise. La Banque centrale nous en protège. Nous lui en sommes reconnaissants.» Telle est la première strophe du credo économique, selon Duisenberg et Trichet. Quand ils entendent ce credo, beaucoup d'économistes sont mal à l'aise. Ce n'est pas qu'ils aiment particulièrement l'inflation. Mais ils perçoivent un grand danger: qu'en cas de récession, l'inflation basse se transforme en déflation. Que la déflation déclenche une dépression. Et que la Banque centrale n'ait pas les moyens de réagir. Quand, pour une raison ou pour une autre, la demande (consommation, investissement...) diminue, le rôle de la Banque centrale est de diminuer les taux d'intérêt. Cette diminution peut relancer l'activité, en attendant que des anticipations plus optimistes prennent le relais.

La Banque centrale ne peut pas diminuer les taux d'intérêt nominaux en dessous de zéro. Mais, avec un taux d'inflation de 5 %, un taux d'intérêt nominal de 0 % implique un taux d'intérêt «réel» (une fois défalquée l'inflation) de -5 %. Suffisamment bas pour relancer la demande si nécessaire. Mais plus bas est le taux d'inflation initial, plus réduite est la marge de manœuvre. Partant de 0 % d'inflation, les taux d'intérêt réels ne peuvent descendre en dessous de 0 %! Et dans une situation de déflation, les taux réels les plus bas restent positifs en termes réels.

On peut donc imaginer le scénario suivant. Face à une diminution de la demande, la Banque centrale diminue les taux d'intérêt nominaux, peut-être jusqu'à zéro. Mais parce que l'inflation est faible, elle ne peut pas diminuer les taux d'intérêt réels suffisamment pour relancer la demande. L'activité ralentit. L'inflation faible se transforme en déflation, impliquant automatiquement une nouvelle hausse des taux d'intérêt réels. Cette augmentation amène un nouveau ralentissement de la demande. La récession se transforme en dépression. Ayant baissé les taux d'intérêt nominaux à zéro, la Banque centrale ne peut rien faire de plus. Si l'inflation avait été plus élevée au départ, la politique monétaire aurait pu être plus agressive, et aurait permis d'éviter ce scénario catastrophe.

Cet argument a une longue histoire. Il remonte à Keynes et à sa «*trappe de liquidité*»: l'idée que la Banque centrale ne peut diminuer ses taux en dessous de zéro, et que ce peut être insuffisant pour relancer la demande. Lawrence Summers, secrétaire adjoint du Trésor américain, s'en est fait l'avocat lorsqu'il était professeur à Harvard. Mais jusqu'à cette année, l'argument paraissait bien ésotérique, seulement bon pour alimenter les discussions entre universitaires. Les choses ont changé. La raison est simple. Le Japon est en train de nous en donner une démonstration. La demande a baissé. Les taux d'intérêt à court terme ont été réduits à zéro. Mais parce que le Japon est en déflation, les taux d'intérêt réels restent positifs, insuffisants pour relancer la machine. La Banque centrale assiste, impuissante, à la démonstration que Keynes et Summers avaient raison. Mais il est trop tard pour y faire grand chose.

Il n'est par contre pas trop tard pour diminuer le risque en Europe. L'objectif de taux d'inflation que devrait se donner la Banque centrale européenne n'est pas 0 à 2 %, mais 3 à 5 %. Ceci permettrait, en cas de besoin, de descendre les taux d'intérêt réels à -5 %. Historiquement, ceci paraît suffisant. Il serait bien sûr irresponsable de laisser filer l'inflation. Mais il est tout aussi irresponsable de laisser l'Europe continuer à marcher le long du précipice.