



*République du
Sénégal*

Un Peuple - Un But - Une Foi

MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE, DES FINANCES ET DU PLAN

DIRECTION DE LA PRÉVISION ET DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES



DEFLATION : QUELS RISQUES POUR LE SENEGAL ?

Ndiamé DIENE

Baidy Baro MBAYE

Document de travail n°13@DPEE

Résumé

Au Sénégal, la baisse rapide des prix à la consommation sur la période récente, combinée à une faible inflation dans les principaux pays partenaires ont suscité un questionnement sur les risques de déflation qu'encourt l'économie nationale. Les réponses apportées sur la base de la méthodologie adoptée par le FMI, révèlent un faible risque de déflation. Toutefois, le coefficient de persistance de l'inflation, au Sénégal, montre qu'il serait très difficile pour le pays de s'extirper d'une déflation si jamais celle-ci embrasse l'économie.

Mots clés : Déflation, inflation, persistance.

JEL : C1, E2

Abstract

The recent consumer prices fast decline in Senegal combined with low inflation from main partner countries led to questioning risks of deflation. A methodology provided by the IMF was performed on Senegalese data to reveal low risks for the country to enter into deflation. However, the inflation persistence coefficient shows that if the country was to experience deflation, it would be hard to recover from it.

Keywords: Deflation, inflation, persistence.

JEL: C1, E2

Introduction

La déflation peut être définie comme une baisse généralisée des prix sur une période relativement longue. Elle ne se reflète pas uniquement sur l'évolution des prix à la consommation et est différente de la désinflation. Cette dernière désigne un ralentissement du rythme de l'inflation qui permet aux consommateurs d'avoir un plus grand pouvoir d'achat. La déflation est de nature macroéconomique et a des interactions évidentes avec l'activité. Il s'agit d'un processus, au sens où un ensemble d'éléments par leur rencontre, bloquent les mécanismes habituels de réponse des marchés. Elle concerne les domaines monétaire, financier et réel et affecte souvent l'économie à partir d'un choc. La déflation n'est pas un choc instantané ou seulement limité sur certains produits, mais un processus général et permanent.

Deux facteurs importants ont généralement contribué à l'avènement de ce phénomène : la baisse des prix du pétrole et la dégradation de l'activité. Par ailleurs, les expériences respectives du Japon et de l'Allemagne ont montré qu'il est très difficile de prévoir une déflation.

Au Sénégal, la période récente est notamment marquée par une baisse rapide de l'inflation combinée à la chute drastique du prix du pétrole. A cela s'ajoute le faible niveau d'inflation dans les principales économies partenaires du Sénégal (l'Union européenne et UEMOA). Ce contexte suscite un questionnement sur le risque de déflation comme ce fût le cas au Japon dans les années quatre vingt-dix. Quels sont les risques pour l'économie nationale d'entrer dans une phase de déflation ?

Le présent document apporte des éléments de réponse. Après une brève revue de la littérature théorique et empirique sur la déflation (Partie 1), un état des lieux des prix au Sénégal est l'objet d'une deuxième partie. Les coûts de la déflation et la persistance d'une déflation seront ensuite abordés aux parties 3 et 4 avant l'exposé d'une méthodologie de mesure du risque de déflation (Partie 5). Celle-ci sera, par suite, appliquée à l'économie sénégalaise.

1. Brève revue sur la déflation

Le phénomène de déflation a sévi plusieurs fois au cours du siècle dernier et continue toujours de menacer l'essor de l'économie mondiale. En 1929, à la suite de

la grande crise née d'une spéculation boursière, beaucoup d'investisseurs n'étaient plus en mesure de rembourser leurs dettes. Les banques avaient alors éprouvé des difficultés pour alimenter le commerce et l'industrie et les entreprises ont été obligées de réduire de manière drastique leur activité. Ainsi, des emplois ont été supprimés afin de réduire les coûts de production. Il s'en est suivi une forte hausse du chômage et une réduction sensible de la demande globale qui a poussé les prix à une forte baisse. Bordo (2004) a estimé que sur la période 1929-33, les prix ont chuté de 6,8% et la croissance a diminué de 7,6%, en moyenne.

Le Japon a connu un phénomène similaire en 1995, Depuis, le pays faisant face à une situation de déflation dont il est difficilement parvenu à s'extirper. En effet, entre 1985 et 1988, une forte appréciation de 90% du yen face au dollar a entraîné des faillites liées à l'augmentation des créances douteuses. Les banques nippones se sont alors retrouvées à devoir supporter un risque-défaut très important. Parallèlement, les spéculations immobilière et financière ont entraîné des bulles spéculatives financées à crédit, les ménages et entreprises japonaises s'étant endettés pour acquérir des actifs immobiliers. Dans ce contexte, afin de se désendetter et de faire face à la situation d'insolvabilité, les ménages et entreprises japonais ont réduit respectivement leurs dépenses et leurs investissements. Il s'en est suivi une désinflation progressive qui déboucha sur une déflation, à partir de 1995. La situation est devenue plus grave avec la concurrence des nouveaux pays émergents du pacifique (Corée du Sud, Chine, Taiwan). Alors, la Banque du Japon (Boj) tenta un choc thérapeutique pour freiner le mécanisme en faisant passer son taux directeur de 6% à 0,5%. Par des achats massifs de titres du Trésor, la Boj a également injecté des liquidités importantes dans l'économie. Mais, la déflation étant un inhibiteur parfait des politiques monétaires a rendu complètement inefficace le choc. En 2000, Ben Bernanké¹ a imputé la paralysie de la Boj à une extrême médiocrité de sa politique monétaire. Sur la période 1990-2000, les prix au Japon ont, en moyenne, baissé de 1,7% et l'output gap est ressorti à 5,6% (FMI, 2001).

¹ A l'époque, gouverneur de la Réserve Fédérale américaine

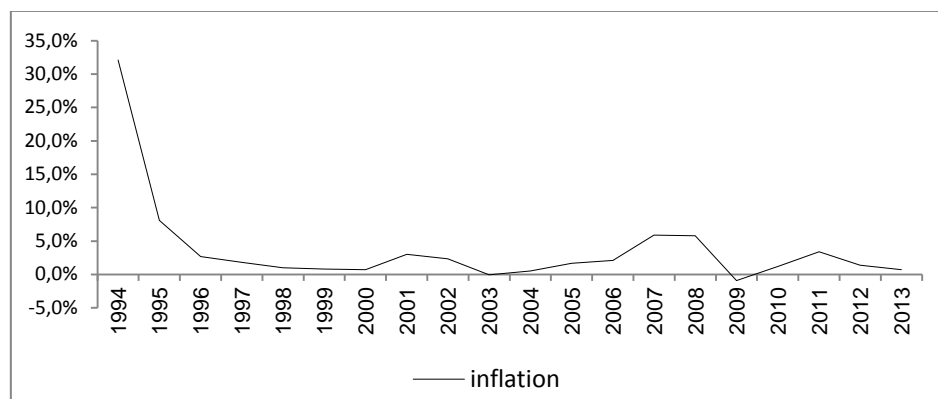
2. Evolution sur les prix au Sénégal

En 2014, le Sénégal a enregistré une inflation négative de -1,1% et la croissance des prix à la production a été relativement basse (0,8% après -1,4% en 2013). Par contre, les prix des actifs ont crû de 11,23%.

3.1- Prix à la consommation

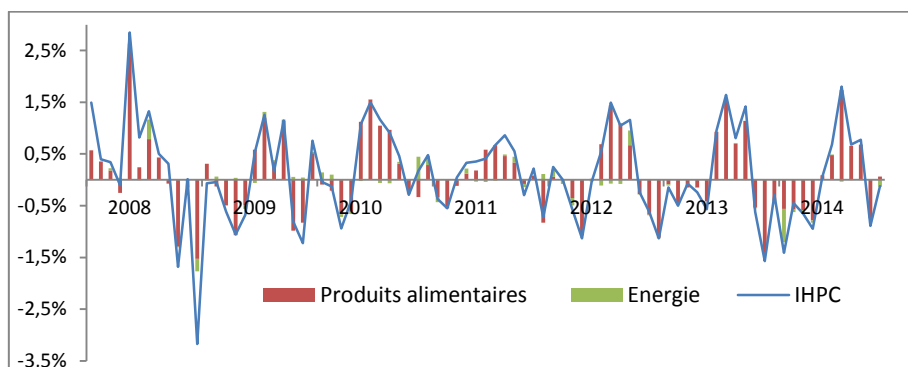
Depuis la dévaluation du CFA en 1994, qui a entraîné une forte hausse des prix des denrées, le rythme d'évolution des prix à la consommation ne cesse de s'affaiblir. L'inflation moyenne sur la période 1996-2013 est inférieure à 2%, largement en deçà du seuil communautaire de 3%. En 2014, la croissance des prix à la consommation est ressortie à -1,1%.

Graphique 1 : Evolution de l'inflation au Sénégal



Les produits alimentaires et boissons non alcoolisés ont contribué, en moyenne, de 82% à la baisse du niveau général des prix. Pour sa part, l'énergie n'a influé qu'à hauteur de 16%, malgré son poids, sur l'évolution du niveau des prix à la consommation. Cette situation reflète une quasi-stabilité des prix de l'électricité, de l'eau, du gaz et des autres combustibles sur la période. Pour ce qui est des autres postes de consommation, la contribution sur l'inflation est quasi-nulle en 2014.

Graphique 2 : Contribution des produits alimentaires et de l'énergie à la croissance des prix à la consommation

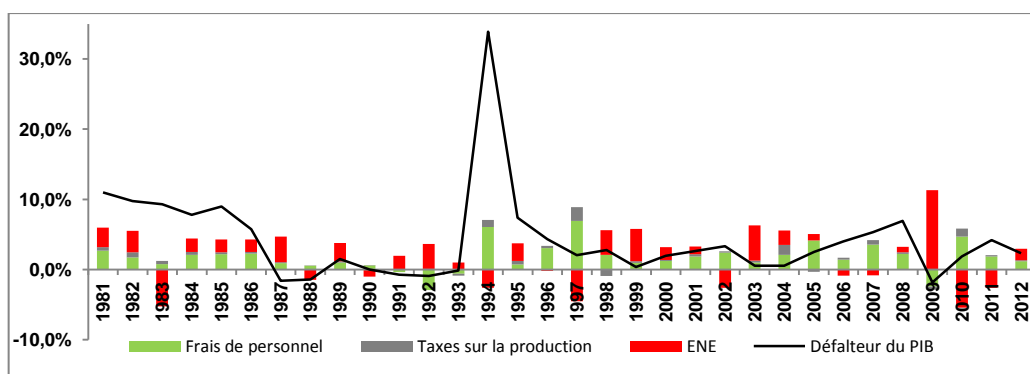


L'inflation sous-jacente (hors énergie et produits frais), pour sa part, est ressortie à -0,5%, en 2014.

3.2- Prix à la production (le poids des coûts salariaux)

Les prix à la production, appréhendés par le déflateur du PIB, connaissent une diminution progressive depuis 2008. Ce ralentissement est principalement lié à une combinaison de baisses des rythmes d'évolution des taxes sur la production et des bénéfices des entreprises (excédent net d'exploitation), tandis que les rémunérations de salaires sont en hausse.

Graphique 3 : Contributions à la croissance du déflateur du PIB

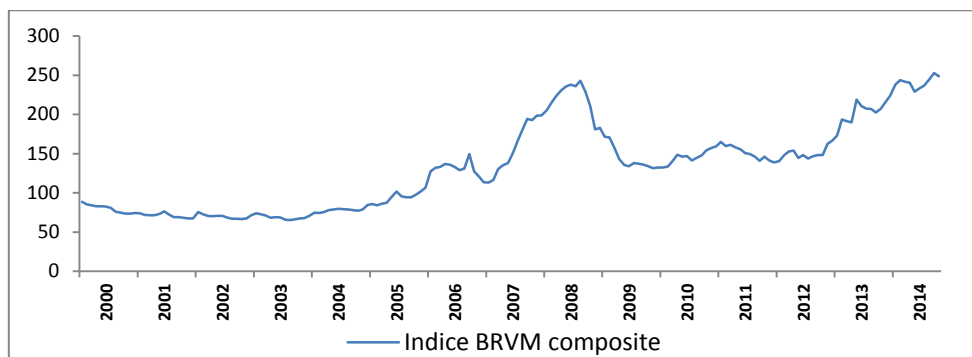


3.3- Prix des actifs

L'évolution des prix des actions, mesurée par l'indice BRVM composite, semble ne pas corroborer une baisse générale des prix. Après une forte contraction notée en 2008, suite à la crise financière, et une stagnation sur la période 2009-2011, les prix des actions ont, en effet, repris leur envolée à partir de 2012. En 2014, l'indice BRVM composite est ressorti à 258,08 points, soit un gain de 11,23% par rapport à 2013. Ce renchérissement est essentiellement dû à l'absence d'« actifs toxiques » cotées à

la BRVM. La seule entreprise sénégalaise cotée en bourse à l'époque constitue le titre le plus actif dans l'UEMOA, en termes de valeurs échangées, avec 65,48 milliards.

Graphique 4 : Evolution des prix des actifs



3. Les coûts de la déflation

Le phénomène de déflation a plusieurs causes se renforçant mutuellement dans une spirale dont il est difficile de s'extraire une fois qu'on y entre. Il est par conséquent très difficile de distinguer les causes des conséquences de la déflation. Tout au moins, plusieurs facteurs peuvent être retenus. La déflation peut émaner d'une baisse de la demande, d'une abondance de l'offre, d'une baisse des cours du pétrole, d'un débouclage financier ou même de la dette. Les conséquences sont aussi innombrables que nocives pour une économie.

La chute de l'inflation accroît la valeur réelle de la dette contractée (en terme nominal). Le mécanisme est assuré par la relation (1) qui lie le taux d'intérêt réel au taux d'intérêt nominal et à l'inflation.

$$\text{Taux d'intérêt réel} = \text{Taux d'intérêt nominal} - \text{Inflation} \quad (1)$$

Dès lors, la déflation entraîne un transfert de revenu des débiteurs au profit des créanciers. Ces derniers profitent ainsi de leurs gains de pouvoir d'achat pour dépenser plus (effet Pigou). Par contre, du fait du fardeau de la dette, les débiteurs réduisent fortement leur consommation. Etant donné qu'il ne s'agit pas d'un jeu à somme nulle² (Tobin, 1980) du fait que les emprunteurs ont une propension marginale à consommer plus importante que les créditeurs, l'effet agrégé sera négatif sur l'économie. Du fait des effets richesse nettement négatifs que les agents

² Jeu entre deux acteurs économiques dans lequel le gain de l'un est égal à la perte de l'autre

risquent de supporter, les dépenses agrégées se contractent et renforcent la pression à la baisse des prix. La spirale dette-inflation s'autoalimente.

La situation peut être plus grave si les prêteurs peuvent pâtissent de la baisse des prix des actifs qu'ils ont reçus comme garantie (titre foncier, immeuble, actions, etc.). Dans ce cas de figure, du fait de la baisse de la valeur des actifs acceptés comme garantie, les banques auront tendance à augmenter les marges sur leurs prêts ou même à réduire les montants des prêts. Alors, la réduction des crédits accordés à l'économie finira par réduire la demande agrégée poussant les prix à la baisse. De cette manière, la spirale déflationniste s'auto-entretient.

4. Quelques facteurs de la persistance de la déflation

La rigidité des salaires ou encore les anticipations des agents économiques sont deux grands facteurs de la persistance de l'inflation.

Lorsqu'une économie caractérisée par une rigidité des salaires entre en déflation, les rémunérations réelles vont subitement augmenter. A défaut de ne pouvoir diminuer les salaires, les entreprises seront obligées de réduire leurs effectifs pour faire face au ralentissement de la demande et à la hausse des coûts de production. Alors, la montée du chômage qui se matérialise par une baisse des revenus des consommateurs va exercer une pression à la baisse sur les prix et faire persister la déflation.

Les anticipations des agents économiques sont également un autre facteur déterminant de la persistance de la déflation. En effet, lorsqu'un choc négatif affecte la demande de l'économie et que les prix observés sont relativement plus élevés que ceux attendus dans le futur, les agents économiques réduisent leurs dépenses d'aujourd'hui pour augmenter celles de demain. Dès lors que les prix baissent, les anticipations sur les prix futurs reculent encore. Une spirale déflationniste s'autoalimente avec le repli des prix qui exerce une pression à la baisse sur les anticipations futures.

5. Mesure du risque de déflation au Sénégal

L'outil adopté par le FMI pour mesurer le risque de déflation d'une économie est conçu par Kumar et al (2003) et se base sur les réponses à onze questions. Chaque question constitue un sous-indicateur et la réponse qui lui est associée est affectée d'un seuil. Si la réponse respecte le seuil, le score 1 est alloué au sous-indicateur. Sinon, le sous-indicateur sera affecté du score 0. L'indice synthétique de risque déflationniste est obtenu en faisant la moyenne des différents scores. Par la suite, une classification des risques est faite sur la base de la valeur de l'indicateur. Les sous-indicateurs de base peuvent être classés en quatre groupes. Il s'agit d'outils de mesure de l'inflation (prix à la consommation, déflateur du PIB, prix à la consommation hors énergie et produits frais), de l'utilisation des capacités de production (output gap), des prix des actifs (prix des actions) et des conditions monétaires (Taux de change réel, crédits à l'économie, masse monétaire large).

Tableau 1 : Composition de l'indicateur synthétique de risque déflationniste du FMI

	Sous-indicateurs	Seuils
Mesure de l'inflation	Inflation annuelle totale	Inférieure à 0,5%
	Déflateur du PIB au cours de l'année passée	Inférieure à 0,5%
	Inflation sous-jacente annuelle	Inférieure à 0,5%
Utilisation des capacités de production	Ecart à la production (output gap) au cours des quatre trimestres précédents	Diminution de plus de 2 points de pourcentage
	Ecart à la production (output gap)	Inférieure à -2%
	Croissance réelle moyenne du PIB au cours des trois dernières années	Inférieure à 2/3 de la croissance réelle moyenne sur les dix dernières années
Prix des actifs	Prix des actions	Inférieure à -30% sur trois ans
Conditions monétaires	Cours de change réel	Appréciation de plus de 4% durant l'année précédente
	Croissance annuelle des crédits	Inférieure à la croissance nominale du PIB
	Croissance cumulative des crédits	Inférieure à 10% ces trois dernières années
	Croissance de la masse monétaire large	Inférieure de 2 points de pourcentage à celle de la base monétaire M0 les deux années précédentes

Le risque déflationniste qu'encourt une économie est minimal si l'indicateur synthétique est inférieur à 0,2 et élevé s'il est supérieur à 0,5. Entre ces deux positions extrêmes, deux niveaux intermédiaires sont notés (risque bas et risque

modéré). Un pays court un risque bas lorsque la valeur de l'indicateur se trouve entre 0,2 et 0,3 comprise. Par contre, il est soumis à un risque modéré si la valeur de l'indicateur se situe entre 0,3 et 0,5.

Les seuils attribués ne sont pas choisis par hasard. Ils ont été arrêtés sur la base de l'expérience du Japon dans les années 90, mais aussi de l'Allemagne à la sortie de la deuxième guerre mondiale.

Les réponses aux onze questions-indicateurs ont permis de dresser le tableau ci-dessous pour l'économie nationale. Suivant la valeur des seuils, des scores respectifs ont été considérés.

Tableau 2 : Estimation de l'indicateur de risque déflationniste du Sénégal

	Outil de mesure	Seuils	Actuel (2014)	Score
Inflation annuelle totale	IHPC	< 0,5%	-1,1%	1
Déflateur du PIB au cours de l'année passée	Déflateur du PIB	< 0,5%	0,8%	0
Inflation sous-jacente annuelle	IHPC sous-jacent	< 0,5%	-0,5%	1
Prix des actions	Indice BRVM-composite	< -30% sur trois ans	35,0%	0
Ecart à la production (output gap) au cours des quatre trimestres précédents	Pib potentiel ; Pib	Baisse > 2 points de pourcentage	-0,8 pp*	0
Ecart à la production (output gap)	Pib potentiel ; Pib	< -2%	0,3%*	0
Croissance réelle moyenne du PIB au cours des trois dernières années	Pib	< 2/3 de la croissance moyenne sur les dix dernières années	3,8%* (Vs. 2,4%)	0
Cours de change réel	TCER	Appréciation > 4% l'année précédente	-0,7%	0
Croissance annuelle des crédits	Crédits à l'économie	< Croissance Pib nominal	8,3% (Vs. 5,4%)	0
Croissance cumulative des crédits	Crédits à l'économie	< 10% ces trois dernières années	40,6%	0
Croissance de la masse monétaire	M2	< de 2 points de pourcentage de celui de M0 sur les deux dernières années	7,1% (Vs. 13,1%)	1

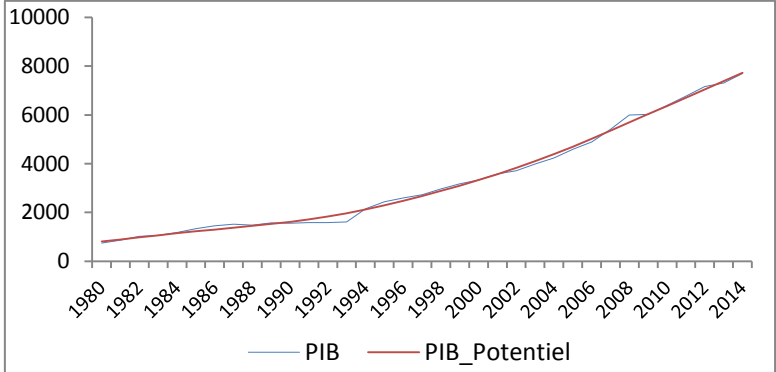
* Projection

Seuls les prix à la consommation pourraient justifier un sentiment de déflation. Les capacités du tissu productif, malgré leur faiblesse, n'ont pas encore atteint leur niveau potentiel. L'output gap est ressorti à 0,3%, en 2014. Ainsi, aucun risque d'accumulation d'une surproduction ne plane actuellement sur l'économie sénégalaise. La dépréciation du F CFA face aux devises des principaux pays

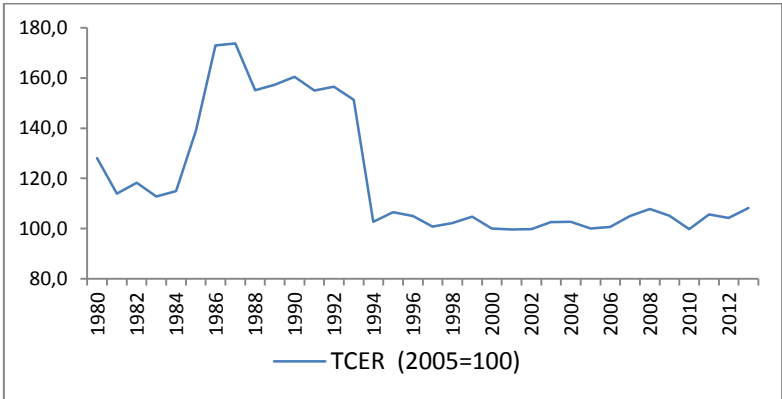
partenaires est un autre élément positif. Etant un facteur de compétitivité, elle a, en effet, permis la création de valeur ajoutée supplémentaire.

Sur la base des scores obtenus, l'indicateur de risque déflationniste du Sénégal est de 0,27. Par conséquent, le risque de déflation qu'encourt le Sénégal est bas.

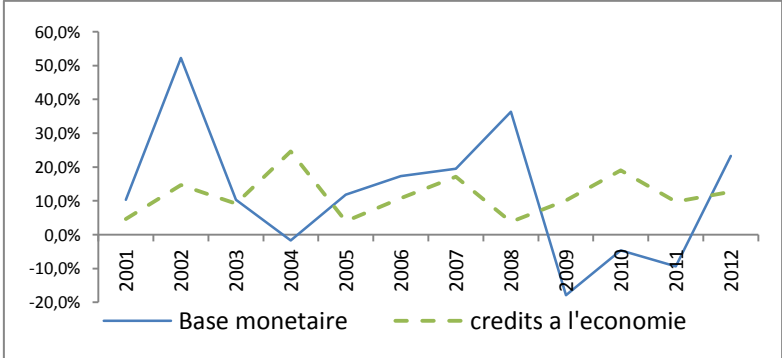
Graphique 5 : Evolution simultanée des Pib nominal et potentiel



Graphique 6 : Evolution du taux de change effectif réel



Graphique 7 : Evolutions d'agrégats monétaires



6. Mesure de la persistance de l'inflation (de la déflation) au Sénégal

La détermination de la persistance permet de mesurer le degré de dépendance de l'inflation actuelle aux évolutions passées. Elle donne également une idée sur la difficulté de s'extraire d'une déflation une fois que celle-ci sévit dans une économie. Lorsqu'un pays dont l'inflation est relativement rigide connaît subitement une déflation, le choc peut durer longtemps.

L'équation (2) permet de calculer la persistance de l'inflation (déflation).

$$\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

π est l'inflation observée, β le coefficient de persistance et ε un bruit blanc. Plus β est élevé, plus la déflation est persistante. La persistance est considérée comme élevée lorsque le coefficient de persistance dépasse 0,75.

Tableau 3 : Estimation du coefficient de persistance

	Inflation totale	Inflation sous-jacente
Coefficient de persistance	0,93 (2,88)	0,92 (1,50)
R2	0,90	0,87
Prob(F-statistic)	0,00	0,00

La persistance de l'inflation est relativement très élevée (0,93) au Sénégal. Ainsi, il serait très difficile pour le pays de s'extraire d'une déflation si jamais celle-ci sévit dans l'économie. Cela a été le cas de 1986 à 1993. Il aura fallu donc huit ans et un choc majeur (dévaluation) pour que l'économie s'extirpe de cette déflation. La persistance de l'inflation totale est, à un centième près, égale à celle sous-jacente. Cela signifie une absence de rigidité dans les prix de l'énergie et des produits frais au Sénégal.

Il en résulte que les risques de déflation au Sénégal seraient plus liés à une faiblesse de la demande, par conséquent une baisse de l'activité, qu'à une baisse des cours du pétrole.

7. Politiques de gestion de la déflation

La déflation peut compromettre l'efficacité d'une politique monétaire qui passe par un rabaissement du taux d'intérêt nominal. Lorsque les taux nominaux sont proches de zéro, mais que l'inflation continue de reculer, les taux d'intérêt réels augmentent, pesant ainsi davantage sur l'activité et les prix.

Cependant, si les taux d'intérêt sont proches de zéro comme dans le contexte actuel dans les pays avancés, les autorités monétaires peuvent recourir à des mesures « non conventionnelles » telles que des achats directs d'obligations d'entreprise, d'effets commerciaux ou d'obligations d'Etat. Les Banques centrales stimulent ainsi l'économie en réduisant les taux d'intérêt à long terme et, partant, les coûts de financement du secteur privé ; ce qui revient à encourager le crédit. Toutefois, si des politiques monétaires ne sont pas efficaces, le rôle des politiques budgétaires expansionnistes s'avérera très important. Au-delà des stabilisateurs automatiques (instruments de politiques budgétaires expansionnistes), une politique budgétaire discrétionnaire permet de soutenir le revenu et de stimuler la demande et, dès lors, l'activité. De plus, si le canal du crédit ne joue plus son rôle pleinement, des programmes de soutien mis en œuvre par les pouvoirs publics, tels que des garanties accordées au secteur bancaire ou le renforcement des fonds propres, peuvent contribuer au rétablissement du bon fonctionnement des marchés du crédit.

Cependant, étant donné que les politiques budgétaires expansionnistes n'ont pas un effet immédiat sur l'économie, le choix du moment de leur adoption est décisif. Par exemple, des mesures budgétaires introduites assez tôt ont des chances d'enrayer les anticipations déflationnistes. Les politiques budgétaires doivent, ainsi, être centrées des objectifs spécifiques et être temporaires pour gagner en efficacité. Au cas contraire, l'accroissement de la dette publique entraînera une hausse des taux d'intérêt, ce qui aura, en fin de compte, pour effet de freiner les dépenses et l'investissement.

Conclusion

Le Sénégal ne court pas un grand risque de déflation. Il n'est pas en déflation mais en désinflation ; ce qui a fait augmenter le pouvoir d'achat des consommateurs.

Au cas échéant, un scénario de déflation au Sénégal ne serait pas lié à une baisse des cours du pétrole mais plutôt à un ralentissement de l'activité imputable à une baisse de la demande. Par ailleurs, du fait de la forte dépendance des prix aux évolutions passées, il serait très difficile pour le Sénégal de s'extraire d'une déflation une fois que celle-ci embrasse l'économie.

Etant donné que le Sénégal fait partie d'une union monétaire et n'a pas la possibilité d'utiliser à lui seul l'instrument monétaire, les implications pour la politique budgétaire dans le contexte de mise en œuvre des projets au titre du Plan Sénégal Emergent sont importantes. La stimulation de la demande à travers les investissements publics et l'effet de levier attendu sur l'investissement, l'emploi et la consommation devraient davantage éloigner l'économie de la zone déflationniste. Cela inciterait les investisseurs locaux et étrangers à davantage s'intéresser aux opportunités d'affaires du Plan Sénégal Emergent.

Bibliographie

- Ben. S. Bernanke, 2000, "*Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?*", coll. "Institute for International Economics, special report 13"
- Clemente De Lucia, 2009, « *Inflation, anticipations d'inflations et risques de déflation pour la zone euro* », Revue Conjoncture-BNP Paribas, Juin.
- Kenneth Rogoff, 2003, « *Deflation: Determinants, Risks and Policy options* », Interdepartmental Task Force, IMF, April 30.
- Vong Lap Kai, 2004, « *The causes and effects of deflation in Makao* », Working paper, Monetary Authority of Macao.
- A. Benassy-Quéré et al, 2003, « *Déflation : Quels danger ?, quelles protections ?* », Cahier n°1 du cercle des économistes, Mars, Paris.
- _____, 2014, « *Quel risque de déflation en zone euro ?* », Trésor-éco n°130, Juin, Paris.
- Bénédicte Kukla et al, 2013, « *Portugal : après la récession, quel risque de déflation ?* », Apériodique n°13/60, Crédit Agricole, 20 septembre.
- Banque de France, 2009, « *Déflation ou désinflation ?* », Focus n°22, 20 janvier, Paris.
- _____, 2015, « *le Japon s'extirpe de la déflation* », Flash recherche n°15-10, BNP-Paribas, février.
- Jorg Decressin and Douglas Laxton, 2009, « *Gauging risk for deflation* », IMF Staff Position Note, January 28.
- Manmonahan S. Kumar, 2003, « *Déflation, la nouvelle menace ?* », working paper, juin.
- _____, 2012, « *Déflation sous-jacente* », Revue de l'OFCE, n°123, mai.
- _____, 2015, « *la BRVM en 2014, quelques indicateurs de performance* », Rapport BRVM-2014,