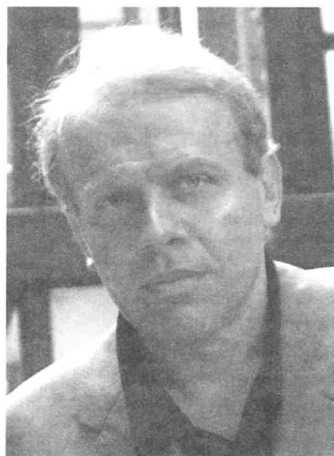


# Une menace déflationniste ?

Jean-Pierre  
**Petit**

Président des *Cahiers verts de l'économie*.



**Il a publié notamment :**

- *La finance, autrement* (avec Christian de Perthuis), Dalloz, 2005, Prix spécial Turgot.
- *La Bourse. Rupture et renouveau*, Odile Jacob, 2003, Prix Turgot du meilleur livre d'économie financière.

La déflation constituait à l'évidence la principale menace pour les pays occidentaux après le choc de la crise financière de 2008. Les multiples erreurs de gouvernance dans la zone euro ont renforcé l'hypothèse d'un tel risque pour l'Europe continentale, tout particulièrement pour les pays périphériques et, dans une moindre mesure, la France. La zone euro n'est toutefois pas encore dans la situation que le Japon a connue à partir du milieu des années 1990.

#### Qu'est-ce que la déflation ?

**Jean-Pierre Petit.** La déflation se caractérise par des anticipations générales de baisse des prix futurs : le problème est que, lorsque cela se produit, il est déjà bien tard pour agir. L'une des difficultés préalables à tout traitement du « sujet » déflationniste est qu'il n'y a pas signes certains de l'entrée en déflation. C'est surtout le cas lorsque la déflation ne prend pas une forme brutale et dépressive (chute du PIB réel et nominal) comme dans les années 1930, dans l'Argentine de 1998-2002 et, dans la période plus récente (2008-2010), dans des pays comme l'Islande, l'Irlande, les Pays Baltes ou la Grèce.

On ne peut se référer à un critère unique pour qualifier une situation de déflation. Ainsi des taux longs nominaux durablement bas ont-ils persisté à plusieurs reprises sans que cela soit nécessairement associé à un scénario déflationniste (début du XX<sup>e</sup> siècle, années 1950, Suisse contemporaine). La particularité des taux nominaux est notamment de s'ajuster lentement aux changements de rythme d'inflation (paradoxe de Gibson), reflétant ainsi l'importance des effets de mémoire des marchés. En cas de cycle long d'inflation faible et stable, il est logique que les taux nominaux soient bas. Lors des deux dernières phases de déflation aux États-Unis, le point bas des taux longs a été enregistré alors que la phase déflationniste était terminée (1901 et 1945).

S'agissant des prix des biens et services, ils ne constituent pas non plus un indicateur complet de la déflation. Ainsi, des baisses de prix peuvent aussi refléter un choc d'offre positif ou l'exacerbation de la concurrence.

Le seuil à partir duquel un trop bas niveau d'inflation devient un problème pose également question.

#### Le recul prolongé des prix à la consommation est souvent un indicateur retardé de la déflation, du fait notamment des rigidités du marché des biens, des services et du travail ainsi que de l'évolution du taux de change.

Le recul prolongé des prix à la consommation est souvent un indicateur retardé de la déflation, du fait notamment des rigidités du marché des biens, des services et du travail ainsi que de l'évolution du taux de change. Ce n'est que dans la seconde moitié des années 1990 que l'indice des prix à la consommation est clairement passé en territoire négatif au Japon, alors que les pressions déflationnistes étaient déjà présentes dès le début de la décennie. En Grèce, ce n'est que début 2013 que l'inflation est devenue négative. En revanche, en Islande, les prix n'ont pas reculé en dépit de la dépression de 2008-2010, en raison de l'effondrement de la couronne. Un cycle (déflationniste) ne se juge pas non plus sur quelques mois ou trimestres. En réalité, il y a plusieurs étapes dans un tel processus. Les pressions déflationnistes les plus fréquentes naissent de l'accumulation de bulles d'actifs (« économie de bulle »). Toute bulle moderne d'actifs s'accompagne d'une bulle de dette, d'où un mécanisme plus ou moins violent ensuite de déflation par la dette (la

*debt deflation* d'Irving Fisher). Après l'éclatement de la bulle, il y a un choc de solvabilité/liquidité sur les agents non financiers (entreprises ou ménages), qui restreignent leurs dépenses (désendettement), et sur les banques, qui restreignent le crédit. La baisse de la demande finale pousse à une hausse des défauts qui accentue la contraction des crédits (*credit crunch*) et renforce les pressions baissières sur le dégonflement de la bulle.

Dans une seconde étape, la faiblesse de l'activité finit par faire baisser l'inflation. L'inflation réelle devenant plus faible que l'inflation anticipée, le salaire horaire réel monte, ce qui dégrade la profitabilité des entreprises. Les taux réels montent une fois que les taux nominaux baissent moins vite que l'inflation, ce qui entretient les difficultés.

Dans un troisième temps, les anticipations des prix des biens et services sont clairement baissières et les projets de dépenses sont repoussés. L'épargne est par ailleurs captée par les encaisses monétaires (préférence pour le cash, la monnaie est attractive en termes de rendement réel puisque les prix baissent) et par l'État (obligations publiques), au détriment de l'investissement à risque. La spirale déflationniste est alors solidement installée.

#### **Comment évite-t-on l'entrée dans une spirale déflationniste ?**

On sait que, pour enrayer les enchaînements déflationnistes, il faut une politique monétaire très accommodante, accompagnée d'une orientation plus expansive de la politique budgétaire et de change, ainsi que, le plus souvent, d'un dispositif de nature à aider, restructurer et recapitaliser les banques afin de faire redémarrer le crédit. La qualité de la gouvernance (timing, détermination, cohérence) constitue aussi un critère-clé. Au-delà, des réformes structurelles ambitieuses sont de nature à faire progresser la croissance potentielle.

Les erreurs du Japon depuis plus de vingt ans ont été maintes fois analysées : banque centrale dogmatique et donc plus lente à réagir (avec une phase d'assouplissement quantitatif entamée seulement en 2001, plus de dix ans après le démarrage de la crise), taux de change longtemps surévalué, grande lenteur dans le traitement de la crise bancaire... Ce n'est finalement que très récemment, avec la victoire de Shinzo Abe fin 2012, que la politique économique japonaise s'est, pour la première fois, attaquée au défi déflationniste.

Après le choc de la faillite de Lehman Brothers, les politiques budgétaires ont été, dans le monde riche, partout expansives jusqu'en 2010. Si on laisse de côté le cas japonais, elles se sont, depuis, excessivement resserrées au Royaume-Uni, dans la zone euro et aux États-Unis (notamment en 2013). Les politiques monétaires sont dans l'ensemble toujours restées expansives, mais de façon beaucoup plus nette et régulière aux États-Unis et au Royaume-

Uni que dans la zone euro. La Banque centrale européenne a en effet été la seule grande banque centrale du monde riche à ne pas faire de *quantitative easing* (« assouplissement quantitatif ») jusqu'à une période récente. Le change (effectif) du dollar a baissé entre 2007 et 2011, pour remonter un peu depuis. Le change effectif de la livre sterling a beaucoup baissé entre 2008 et 2012, pour remonter en 2013. L'euro a baissé de 2010 à mi-2012 pour remonter ensuite excessivement jusqu'au début 2014. Le traitement de la crise bancaire a été radical et ambitieux aux États-Unis et au Royaume-Uni ; il n'a été que partiel et fragmenté dans la zone euro jusqu'en 2013-2014.

### **Le traitement de la crise bancaire a été radical et ambitieux aux États-Unis et au Royaume-Uni ; il n'a été que partiel et fragmenté dans la zone euro jusqu'en 2013-2014.**

#### **En quoi la gouvernance de la zone euro a-t-elle été lacunaire dans le traitement des pressions déflationnistes ?**

Chacun sait aujourd'hui que la défaillance de la gouvernance est intrinsèquement liée aux insuffisances de l'Union monétaire européenne : caractère passiviste de la politique monétaire axée exclusivement sur le risque inflationniste, surenchère aveugle lancée en 2010 sur les plans budgétaire et prudentiel, absence de toute coordination des politiques publiques, absence d'un véritable prêteur en dernier ressort jusqu'à mi-2012, absence d'approche commune en matière de supervision et de résolution bancaire jusqu'à une date récente, absence d'aide des pays excédentaires au rééquilibrage macro...

La zone euro a connu une nouvelle crise financière en grande partie évitable (la crise de la dette souveraine) à partir du début 2010 et elle est à nouveau entrée en récession à l'automne 2011, pour en sortir laborieusement au printemps 2013. Malgré les améliorations apportées à la gouvernance depuis 2012 (création du programme « Outright Monetary Transactions » et du mécanisme européen de stabilité, octroi de délais supplémentaires d'ajustement en matière budgétaire, union bancaire...), l'architecture institutionnelle reste « handicapante ». Ainsi, les difficultés à faire baisser le taux d'intérêt moyen (du fait des primes de risque souverain) ont constitué un obstacle particulier. La zone euro ne permet évidem-

ment pas de dévaluations, et la déflation interne (par les salaires nominaux) renforce, certes, la compétitivité, mais exacerbe les problèmes bancaires, rend plus difficile la réalisation des objectifs de finances publiques et renforce les difficultés sociales.

Ajoutons que les hausses des taux réels et de l'excédent courant de la zone (conséquence du redressement « forcé » des balances courantes des PIIGS – Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne) n'ont pu que favoriser l'appréciation de l'euro, qui a elle-même renforcé les pressions déflationnistes.

Enfin, les contraintes budgétaires vont également rester fortes, avec la mise en œuvre d'une règle de retour à un quasi-équilibre budgétaire structurelle pour tous les pays en 2017 (la « règle d'or »).

## Il n'y a rien d'étonnant à ce que ce soit en zone euro que les signaux déflationnistes soient les plus forts.

Il n'y a donc rien d'étonnant à ce que ce soit en zone euro que les signaux déflationnistes soient les plus forts : nette décélération de l'inflation depuis le deuxième semestre 2012 (0,3 % en novembre dernier, en glissement), chômage encore massif, taux d'utilisation des capacités sous la moyenne historique, contraction du crédit, croissance faible de l'activité en dépit d'un « écart de production » négatif...

Pourquoi la baisse de l'inflation a-t-elle été aussi prononcée récemment ? Notamment car elle était auparavant masquée par les hausses de TVA et des prix des matières premières ainsi que par la rigidité du marché du travail (lenteur du ralentissement du salaire nominal). La zone euro a également « souffert » de l'appréciation excessive de l'euro entre l'été 2012 et le printemps 2014. Plus récemment, les chiffres d'inflation ont été tirés à la baisse par la chute des prix du pétrole au dernier semestre 2014; d'où une croissance des prix à la consommation de seulement 0,3 % en novembre 2014 (0,7 % pour l'inflation sous-jacente). Et des évolutions négatives sont clairement envisageables pour les prochains mois.

### La zone euro ressemble-t-elle pour autant au Japon des vingt dernières années ?

Le Japon a présenté à partir du milieu des années 1990 presque toutes les caractéristiques d'une spirale déflationniste : tendance à la baisse des prix des actifs (Bourse et immobilier), des prix des biens et services (prix à la consommation, déflateur du PIB), du crédit, préférence structurelle pour le cash, anticipations de baisse des prix... Avec une croissance nominale de 0,4 % en moyenne annuelle depuis

1991, le ratio dette totale/PIB est passé de 265 % au début de la décennie 1990 à 390 % aujourd'hui. L'immunité du marché de la dette publique japonaise à tout stress financier ne s'est expliquée jusqu'à présent que par l'existence d'un excédent courant (lui-même conséquence d'une baisse régulière de l'effort d'investissement des entreprises). C'est du reste la menace d'une perspective de déficit courant qui a poussé Shinzo Abe à mener une stratégie antidéflationniste très volontariste.

En zone euro, la croissance nominale en moyenne annuelle a été de seulement 1 % sur 2011-2013 (3,8 % durant la décennie 2000). Et le taux d'intérêt nominal moyen des emprunts d'État à dix ans a toujours été supérieur à ce niveau jusqu'en 2014. Aujourd'hui, il se situe autour de 1,2 %, ce qui semble plus approprié. Mais les taux d'intérêt des entreprises sont plus élevés.

En réalité, ces pressions déflationnistes sont évidemment beaucoup plus réelles pour les pays périphériques et dans une moindre mesure la France, qui représentent au total plus de 55 % du PIB de la zone euro. Dans l'ensemble de ces pays, le crédit bancaire recule encore, les prix immobiliers résidentiels évoluent plutôt à la baisse et les marchés actions se sont décorrélés de l'indice boursier Standard & Poor's 500 à partir de 2010.

La rigidité à la baisse du salaire réel réduit leur capacité à redresser leur compétitivité et la hausse des taux réels dégrade la « soutenabilité » de leur dette. N'oublions pas que le ratio dette totale (administrations publiques, ménages, entreprises non financières)/PIB a continué de progresser depuis le démarrage de la grande crise en 2007, le désendettement privé étant plus que largement compensé par l'explosion à la hausse de l'endettement public. À la fin 2007, le ratio se situait à respectivement 207 % en France et 236 % dans les pays périphériques. À la fin 2013, les mêmes ratios se situaient à 252 % et 286 %.

Aujourd'hui, les anticipations d'inflation de court et moyen termes reculent (*swaps* d'inflation) et le ralentissement de la croissance des salaires nominaux est puissant ; cela devient dangereux, car il va devenir difficile de les faire remonter.

En revanche, en faveur de la zone euro actuelle, il y a plusieurs facteurs plus favorables qu'au Japon :

- l'absence de bulle (boursière et immobilière), sur l'ensemble de la zone, aussi extravagante qu'au Japon en 1990;
- le traitement plus rapide de la crise bancaire (il fallut dix ans au Japon pour mettre en place une structure de recapitalisation);
- la mise place de quelques réformes structurelles (Irlande, Europe du Sud);
- une ouverture plus forte sur le reste du monde.

Au total, la zone euro a encore les moyens d'éviter le scénario à la japonaise, mais elle devra combattre la déflation pendant encore longtemps. ●