



L'ÉCLAIRAGE | CHRONIQUE

PAR JEAN-PIERRE PETIT

Agir contre la déflation

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. Les taux réels montent, ce qui nuit gravement à la soutenabilité de la dette. Le salaire horaire réel monte, ce qui dégrade la profitabilité. Les projets de dépenses sont repoussés. L'épargne est par ailleurs captée par les encaisses monétaires et par l'Etat (obligations publiques), au détriment de l'investissement à risque. Il n'y a pas de signes certains de l'entrée en déflation. Surtout lorsque celle-ci ne prend pas une forme brutale et dépressive (chute du produit intérieur brut réel et nominal) comme dans les années 1930, l'Argentine de 1998-2002 et, plus récemment, des pays comme l'Islande, l'Irlande, les pays baltes ou la Grèce.

Les prix des biens et services ne constituent pas non plus un indicateur complet de la déflation. Leur recul prolongé est souvent un indicateur retardé, 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 deuxième 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 qu'au début 2013 que l'inflation est devenue négative.

Le Japon a sombré dans une spirale déflationniste il y a vingt ans. Ses erreurs ont été maintes fois analysées : banque centrale dogmatique et donc lente à réagir, taux de change longtemps surévalué, lenteur dans le traitement de la crise bancaire... Ce n'est finalement que très récemment, avec Shinzo Abe, premier ministre depuis décembre 2012, que la politique économique japonaise s'est, pour la première fois, véritablement attaquée au défi déflationniste.

La défaillance de la gouvernance européenne a été aussi massive dans la période récente (caractère passiviste de la politique monétaire axée exclusivement sur le risque inflationniste ; surenchère aveugle lancée en 2010 sur le plan budgétaire et prudentiel ; absence de coordination des politiques publiques ; absence d'un véritable prêteur en dernier ressort jusqu'à mi-2012, d'approche commune en matière de supervision et de résolution bancaire jusqu'à une date récente, d'aide des pays excédentaires au rééquilibrage macro...).

Malgré quelques améliorations apportées depuis 2012 (création de mécanismes de stabilisation, octroi de délais supplémentaires en matière d'ajustement budgétaire...), l'architecture institutionnelle reste handicapante. La zone euro ne permet évidemment pas de dévaluations, et la déflation interne par les salaires nominaux renforce certes la compétitivité, mais favorise notamment l'insoutenabilité de la dette et exacerbe les problèmes bancaires.

La hausse des taux réels et de l'excédent courant de la zone (conséquence du redressement « forcé » des balances courantes de l'Europe du Sud) ne peut aussi qu'encourager l'appréciation de l'euro qui, elle-même, renforce les pressions déflationnistes.

Le rôle majeur de la BCE

Rien d'étonnant alors à ce que ce soit dans la zone euro que les signaux déflationnistes soient les plus forts : nette décélération de l'inflation depuis la fin 2012, chômage massif, taux d'utilisation des capacités sous la moyenne historique, contraction du crédit...

La croissance nominale de la zone en moyenne annuelle a été de seulement 1% sur 2011-2013 (0,4% pour le Japon en moyenne annuelle depuis vingt-trois ans). Et le taux d'intérêt nominal moyen pondéré des emprunts d'Etat à dix ans a toujours été supérieur à ce niveau (2,7% aujourd'hui). Les pressions déflationnistes sont beaucoup plus réelles pour l'Europe du Sud et la France que pour l'Allemagne. La zone euro ne ressemble cependant pas – encore – tout à fait au Japon des vingt dernières années. Elle bénéficie en effet de quatre facteurs plus favorables : l'absence d'une bulle boursière et immobilière – aussi extravagante

qu'au Japon en 1990 ; le traitement un peu plus rapide de la crise bancaire – il fallut dix ans au Japon pour mettre en place une structure de recapitalisation ; une dynamique démographique un peu plus favorable ; une ouverture plus forte sur le reste du monde. Il est toutefois nécessaire d'agir et la Banque centrale européenne (BCE), seule véritable institution fédérale de la zone, a encore un rôle majeur à jouer.

Outre les outils « classiques » de taux – avec notamment un passage du taux de facilité de dépôt en territoire négatif –, une nouvelle opération de financement à long terme (LTRO) à taux garantis bas se justifierait pleinement (plus de liquidité et de profitabilité pour les banques d'Europe du Sud, renforcement des anticipations de baisse des taux futurs...).

La BCE est aussi la seule grande banque centrale du monde riche à ne pas avoir recouru aux achats d'actifs non stérilisés (*Quantitative easing*). Cette action pourrait ainsi prendre la forme de rachats de produits (titrisés) de crédits aux entreprises. Cela réduirait l'encours de crédit détenu par les banques et allègerait la pression sur les ratios de fonds propres. Cela permettrait aussi à la BCE de participer directement à la croissance de l'économie marchande productive. Enfin, la BCE devrait renforcer les anticipations sur les taux courts en liant son engagement de leur maintien à un bas niveau à des indicateurs chiffrés (niveau minimum de croissance nominale, seuil d'inflation minimale...).

La hausse de l'euro depuis plus d'un an est une machine à engluier l'Europe dans la déflation et la régression. N'attendons pas de tomber dans le piège japonais. ■

JEAN-PIERRE PETIT est économiste et président de la société de conseil « Les Cahiers verts de l'économie »