

Le Cercle
des économistes

Cahier n° 1, mars 2003

**DÉFLATION :
QUEL DANGER ?
QUELLES PROTECTIONS ?**

Sous la direction de :
Jean-Paul Betbéze
avec Michel Aglietta et Patrick Artus
et les réactions de :

Agnès Bénassy-Quéré, Jean-Pierre Boisivon, Pierre Cahuc,
Michel Didier, Pierre Dockès, Henri Guillaume,
Bertrand Jacquillat, Catherine Lubochinsky, Jean-Paul Pollin,
Christian Saint-Étienne, Christian Stoffaës et Daniel Vitry.

www.lecercledeseconomistes.asso.fr

Les cahiers

Les Cahiers du Cercle des économistes

n° 1 : *Déflation : quel danger ? quelles protections ?*, mars 2003

n° 2 : *Le gouvernement d'entreprise*, avril 2003

n° 3 : *Les obstacles à la croissance européenne*, juin 2003

Le Cercle des économistes

Créé à l'initiative de Jean-Hervé Lorenzi, Professeur à l'Université Paris IX-Dauphine, le Cercle des économistes est unique. Il regroupe 30 économistes qui sont tous universitaires et exercent (ou ont exercé) des fonctions dans le secteur privé ou public. Sa vocation n'est pas de produire des propositions communes car la diversité des approches de ses membres est très grande. Une conviction les rassemble : l'importance d'un débat ouvert, accessible au plus grand nombre, respectueux des positions politiques, mais attentif aux faits et à la rigueur des analyses.

Sommaire

Déflation : trois mesures pour l'Europe

I - Déflation : une menace à combattre (Jean-Paul Betbéze)

- I1. Déflation : un processus, global et lent
- I2. Pourquoi ce cahier ? Pour tirer la sonnette d'alarme au nom du principe de précaution
- I3. La dynamique déflationniste sous l'effet des marchés
- I4. Quid de la politique anti-déflationniste ?
- I5. Où en est l'Allemagne ?
- I6. 12 propositions pour détourner la menace déflationniste

II - Déflation : les leçons de l'histoire (Michel Aglietta)

- II1. Le capitalisme sous l'étalon-or : déflation tendancielle et crises financières récurrentes et violentes.
- II2. Effondrement financier et déflation de crise dans la grande dépression

III – Enchaînements déflationnistes et réponses de politique économique (Patrick Artus)

- III1. Comment arrive-t-on en déflation ?
- III2. Les facteurs qui aggravent le risque de déflation et les réponses de politique économique
- III3. Politique monétaire : intégrer le risque déflationniste
- III4. Politiques budgétaires : fortement contracycliques

IV – Remarques et réactions

- IV1. Agnès Bénassy-Quéré
- IV2. Michel Didier
- IV3. Pierre Dockès
- IV4. Bertrand Jacquillat
- IV5. Charles-Albert Michalet
- IV6. Jacques Mistral
- IV7. Jean-Paul Pollin
- IV8. Christian Saint-Etienne

Déflation : trois mesures pour l'Europe

L'Europe est dans une phase de croissance ralentie où les ajustements qu'elle avait prévus (politique monétaire et politique budgétaire) et l'engagement qu'elle avait souscrit (le Programme de Lisbonne) s'éloignent et se distendent. Dans un tel contexte, il faut remettre l'Europe sur les rails, en évitant notamment que le processus déflationniste, en cours depuis plus de dix ans au Japon, ne la gagne, en s'installant d'abord en Allemagne.

Dans un tel contexte, la « déflation de crise », celle qui ne vient pas des innovations et de la concurrence, mais de la crise financière elle-même, fragilise les banques, réduit les encours de crédit, détériore la croissance et l'emploi. La crise budgétaire peut s'ensuivre, avec l'impossibilité de respecter le Pacte de Stabilité et de Croissance, tandis que la politique monétaire, établie au niveau européen, ne peut répondre par construction à la situation de tel ou tel membre. La convergence nominale et réelle rebrousse chemin.

Pour arrêter ce processus, qui paraît en marche, et reprendre la voie d'une croissance plus soutenue et homogène, trois mesures essentielles sont à mettre en œuvre, au-delà de ce que le lecteur pourra lire dans la suite de ce cahier :

- arrêter toute dynamique de *credit crunch* en modulant les ratios prudentiels en fonction de la conjoncture.

Les ratios bancaires (ratio dit Cooke, et bientôt Mac Donough) doivent intégrer une dimension conjoncturelle, sous peine d'être procycliques et de réduire la capacité des banques à faire crédit lors du ralentissement conjoncturel, précipitant donc les difficultés. Ils doivent donc être revus, de manière à intégrer le risque lié à l'interdépendance des acteurs dans le cycle. Les superviseurs devraient ainsi moduler la provision requise en capital en fonction d'un indicateur de crédit, établissant par exemple la divergence cumulée du ratio crédit/PIB par rapport à son trend ;

- baisser les taux d'intérêt en Europe et hausser les jalons d'inflation de la BCE.

Le jalon haut doit passer de 2 à 3 % et le jalon bas de 0 à 1%, soit à une fourchette de 1 à 3%. Cette évolution tient compte des effets Balassa qui se produisent dans le cadre du rattrapage d'un côté, et d'un autre du biais de calcul de l'indice statistique. Ceci permettra à la BCE d'intervenir plus en amont de la conjoncture dans des situations de faible expansion comme actuellement, et d'adopter un réglage davantage compatible avec l'objectif de croissance du Traité de Rome, dans un pays en vieillissement. Il est également possible de définir une cible centrale de 2%, en précisant l'horizon de moyen terme sur lequel s'engage la banque centrale. Ceci garantirait sa crédibilité, sans préjuger de l'ampleur des chocs qui pourraient ainsi être absorbés et sans restreindre *a priori* la fourchette des prévisions transitoires ;

- laisser fonctionner les stabilisateurs automatiques et intégrer dans le Pacte de Stabilité les objectifs de Lisbonne.

Dans une phase de basse conjoncture, les déficits budgétaires se creusent. Face à la norme de 3% de déficit qui, ainsi, est dépassée au Portugal, en

Allemagne, en France, et bientôt en Italie, il faut évidemment être attentif et prudent. Mais il ne faut pas réagir par une hausse de la fiscalité, évidemment contre-indiquée. Il s'agit de revoir les critères du Pacte dans leur interprétation, en mettant l'accent sur les déficits structurels et non pas effectifs, avec un objectif d'équilibre à moyen terme ajusté du cycle, de façon à permettre aux stabilisateurs de fonctionner.

En même temps, il faut poursuivre les réformes structurelles, dans le cadre fixé par le Sommet de Lisbonne de mai 2000, pour faire de l'Europe « l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une amélioration qualitative et quantitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale ». C'est en liaison avec les objectifs de Lisbonne que doit se mener la stratégie économique de l'Europe, en mettant l'accent sur la recherche et la formation, l'investissement et l'innovation, et que doit donc s'apprécier le déficit budgétaire.

Jean-Paul Betbéze, Responsable du Cahier,
Michel Aglietta
Patrick Artus

I - Déflation : une menace à combattre (Jean-Paul Betbéze)

La déflation menace. Elle s'est installée au Japon depuis plus de dix ans, dans une sorte d'indifférence. Elle prend pied en Allemagne depuis deux, avec l'inquiétude que suscite ici la proximité géographique. Mais, heureusement, elle n'est pas omniprésente dans le monde, pas davantage dominante, ni surtout fatale, si les mesures appropriées sont prises. Le pire en effet, en matière de déflation, est de s'en tenir au mélange actuel d'une crainte vertueuse (« la déflation est pire que l'inflation ») et d'une appréciation sommaire (« la déflation est la baisse des prix »), pour dire que, si les prix ne baissent pas, il n'y a pas à s'inquiéter, mais certes à rester vigilants. Bien sûr. Pour passer à un autre sujet, c'est-à-dire oublier.

I1. Déflation : un processus, global et lent

Or cette attitude est très dangereuse, car la déflation est un processus global et lent.

- C'est d'abord un processus, au sens où il s'agit d'un ensemble d'éléments qui, par leur rencontre, grippent les mécanismes habituels de réponse des marchés. La déflation concerne ainsi les domaines monétaire, financier et réel. Ce processus affecte l'économie à partir d'un choc, le plus souvent exogène, le plus souvent qui touche le change et implique une appréciation qui n'est pas corrigée, mais plutôt « accommodée » en interne.

C'est alors que les banques se trouvent affectées, car l'abcès de fixation de la déflation est bancaire. D'un côté en effet, les entrepreneurs voient un ralentissement se produire, ce qui peut les conduire à demander des crédits pour poursuivre leurs efforts d'investissement, mais sur une base en fait plus fragile, ensuite, quand le ralentissement se perçoit davantage, les trésoreries se dégradent et le recours au crédit bancaire augmente, sur une base évidemment plus risquée, puis, avec la poursuite des difficultés, certains crédits deviennent non performants, des PME voire de grandes entreprises souffrent, voire ferment. Pire, si l'on peut dire, les entreprises dans une situation relativement meilleure font en sorte de réduire leur endettement (sain), et d'accroître leurs placements à court terme. La fragilisation des banques est donc essentielle dans cette dynamique, à la fois conséquence et cause d' l'affaiblissement réel de l'activité.

L'économie dite « réelle » est atteinte : si le change est trop élevé, les exportations souffrent et l'importation favorisée, avec ses effets sur les entreprises ; si le montant de crédits non performants s'élève, les liquidités des firmes croissent, la croissance fléchit et l'investissement s'arrête ; et si l'emploi continue de se détériorer, le secteur de la consommation freine. Au total, exportation, investissement et consommation sont tour à tour affectés. Les entrepreneurs vont se montrer de plus en plus inquiets, les banques de plus en plus prudentes, les marchés financiers de plus en plus préoccupés.

- Ce processus, global, est lent. Peu à peu, il affecte les anticipations et infléchit l'ensemble des comportements. Si les prix sont appelés à croître très peu, sinon baisser, les marges sont menacées ; d'autres politiques salariales vont se mettre en place, nécessaires, mais avec leurs effets sur la demande et le climat social. Les décisions d'investissement et d'endettement sont

profondément affectées, celles des banquiers, analystes et marchés également. Compte tenu de l'inertie du processus, on peut ainsi constater des décélérations de prix, voire des baisses, alors que la révision en baisse des anticipations de croissance a déjà été largement enclenchée. Ces décélérations des prix, voire ces baisses, sont donc radicalement différentes des effets des innovations, qui profitent à tous à moyen terme. Il s'agit là d'une vague qui mine les profits et le secteur bancaire, dans le secteur industriel, mais aussi dans les services où l'on constate des décélérations nettes de prix. La politique monétaire intervient certes, mais souvent trop tard. Elle est même parfois hésitante, du fait d'un déficit budgétaire qui se creuse, par crainte de donner l'idée d'avaliser une dérive budgétaire liée, en réalité, à une économie fragilisée, avec son cortège de crédits non performants et de fermetures.

C'est bien pour ces raisons qu'il faut lutter contre la déflation, bien en amont de son apparition « officielle » par la baisse des prix, car il est alors beaucoup trop tard. C'est pour cela qu'il faut prendre constamment des mesures de dynamisation structurelle de l'activité, combinant innovation, formation, flexibilisation des marchés, et notamment du marché du travail, soutien à la création d'entreprises, renforcement des logiques de gouvernance pour alimenter le financement des entreprises. C'est pour cela aussi qu'il ne faut pas se polariser sur les définitions du phénomène, pour savoir s'il répond aux « critères ».

Joan Robinson, en son temps, disait de l'inflation qu'elle était assez complexe à définir, à l'instar d'un éléphant, mais qu'on reconnaissait assez bien ce dernier quand il vous fonçait dessus ! Le processus déflationniste peut s'étudier historiquement et théoriquement. Il ne revêt pas toujours les mêmes aspects, pour des raisons sociales, politiques et structurelles, mais ceci sans que sa dynamique profonde soit modifiée : celle d'un lent déclin de la croissance et de la valeur des actifs, avec ses effets sur l'emploi. Un lent déclin qui peut aliéner les droits de propriété de vastes catégories de population, sinon conduire à de fortes tensions sociales.

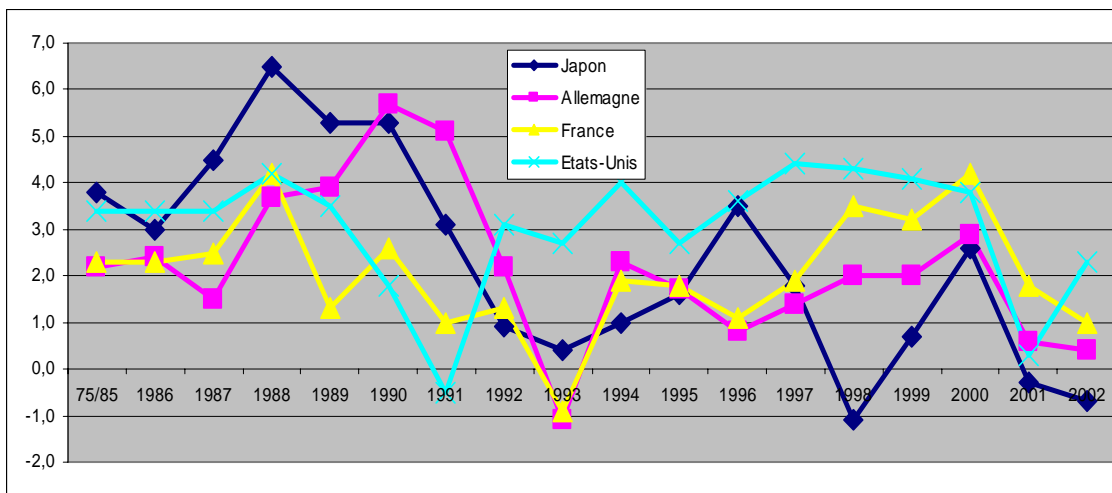
12. Pourquoi ce cahier ? Pour tirer la sonnette d'alarme au nom du principe de précaution

C'est ainsi que les membres du Cercle des Economistes ont décidé de tirer la sonnette d'alarme : au nom du principe de précaution. On lira dans les pages qui suivent deux travaux, l'un de Michel Aglietta, écoutant les leçons de l'histoire et insistant sur les effets des politiques désinflationnistes, sur le rôle décisif de l'instance financière dans la propagation de la crise et sur la nécessité d'une intervention publique massive. Le second, de Patrick Artus, recense les cas récents où des dynamiques déflationnistes se sont mises en œuvre, en partie ou en totalité, et comment la dynamique économique mondiale peut renforcer le danger déflationniste, du fait de la globalisation et de la fragilisation financière. Ces deux approches sont tout à fait complémentaires. Elles illustrent le débat, et la réalité, qui sont les nôtres. On trouvera, à la fin du document, des interventions de membres du Cercle à la suite des discussions nées à partir du document..

- La croissance mondiale entre ainsi dans une passe dangereuse, avec un ralentissement global qui paraît s'installer (Graphique I1). La dynamique américaine est singulièrement émoussée, pour des raisons externes évidentes, et s'établit actuellement à 2,4%, inférieure au potentiel. L'Europe est en panne,

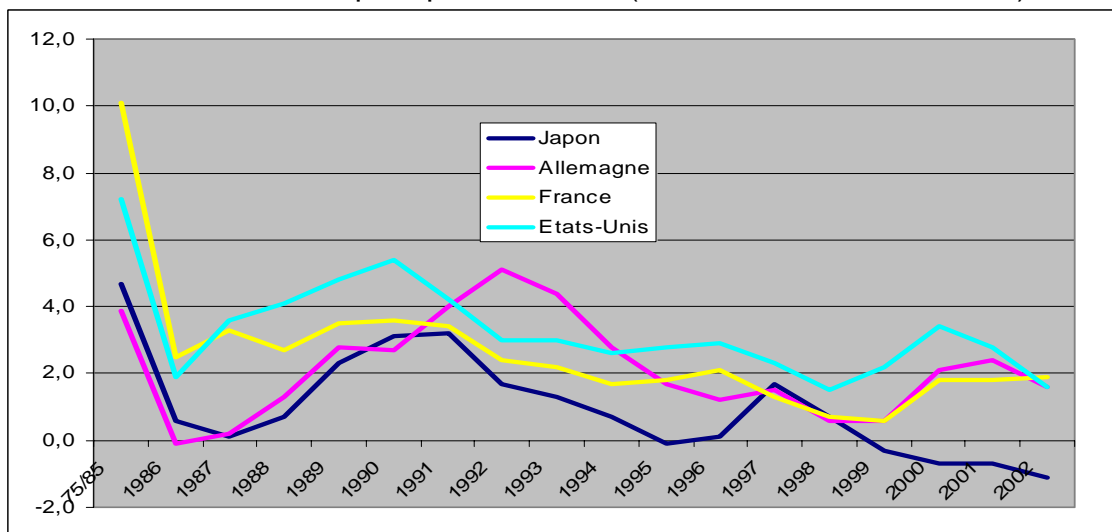
avec une croissance qui s'inscrit au tiers des taux obtenus il y a trois ou quatre ans. Le Japon n'avance plus depuis cinq ans, consommant ses gains de productivité industriels à colmater les brèches de ses budgets. La zone Asie, avec une Chine qui croît annuellement de 8%, dépend cruciallement des achats des pays développés, sachant que son change, de combat, est particulièrement déstabilisant au niveau mondial. Le monde a donc toujours la même locomotive, mais sans la même vigueur, et les pays émergents ne peuvent avancer que pour autant que les pays développés avancent, c'est-à-dire les Etats-Unis au premier chef.

Tableau I1 – Une croissance qui décélère (variation du PIB en volume, OCDE)



- Dans ce contexte, la dynamique des prix ne peut qu'indiquer un ralentissement sensible (Graphique I2). Le cas du Japon est patent, avec des baisses depuis 1999, mais on voit les bas niveaux allemand et français.

Tableau I2 – Des prix qui fléchissent (à la consommation, OCDE)

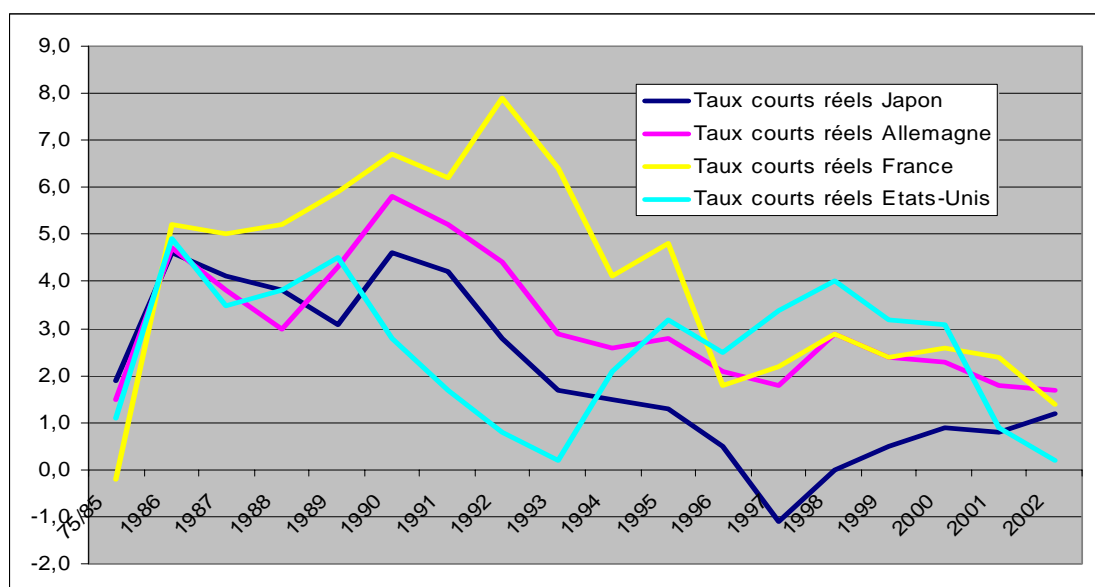


Cette mesure intègre plusieurs aspects, mais surtout deux, radicalement opposées : favorable ou problématique. L'aspect favorable de la décélération, voire de la baisse des prix, c'est le progrès technique, comme nous l'avons noté

plus haut. Les innovations font fonctionner plus vite et mieux la machine économique, elles se transforment, plus ou moins vite, en baisse des prix¹. En même temps, la surveillance de la concurrence par les autorités, l'instauration d'un objectif de faible inflation au cœur de la politique monétaire, tout ceci conduit à plus d'efficacité et *in fine*, à un revenu réel supérieur des ménages, meilleur soutien à la croissance.

▪ L'aspect problématique de la décélération et pire de la baisse des prix est tout autre. C'est une inflexion des prix, dans certains secteurs, ou entre l'aval et l'amont, ou entre l'intérieur du pays et l'extérieur. Elle mine les chiffres d'affaires des entreprises, donc les profits, donc le revenu des ménages car les entreprises vont revoir salaires et conditions d'embauche, et donc, par ces deux voies, la croissance et l'emploi. Cette baisse des prix « de crise », comme le dit Michel Aglietta, diminue le revenu réel du consommateur final. Elle est l'opposée de la baisse des prix liée à l'échange et à l'innovation, baisse qui se produit dans des conditions concurrentielles régulées, non destructrices. Ainsi, on peut dire que le meilleur moyen pour lutter contre la « mauvaise déflation », celle qui mine les profits et les anticipations, c'est « la bonne ». Ceci n'est pas une formule : c'est la base de toute politique de vraie croissance dans la durée.

Graphique I3 – Les taux nominaux baissent, pas les réels



On voit ainsi dans le graphique I3 que, quand la croissance se fait plus lente et que baissent les taux nominaux, la désinflation est plus nette encore, *a fortiori* si les prix baissent. C'est bien ce qui se passe au Japon, où les taux nominaux à 0% correspondent en fait à des taux réels de 1,2 % dans la dernière période ; c'est aussi ce qui se produit en Allemagne, qui a les taux réels les plus élevés du groupe retenu.

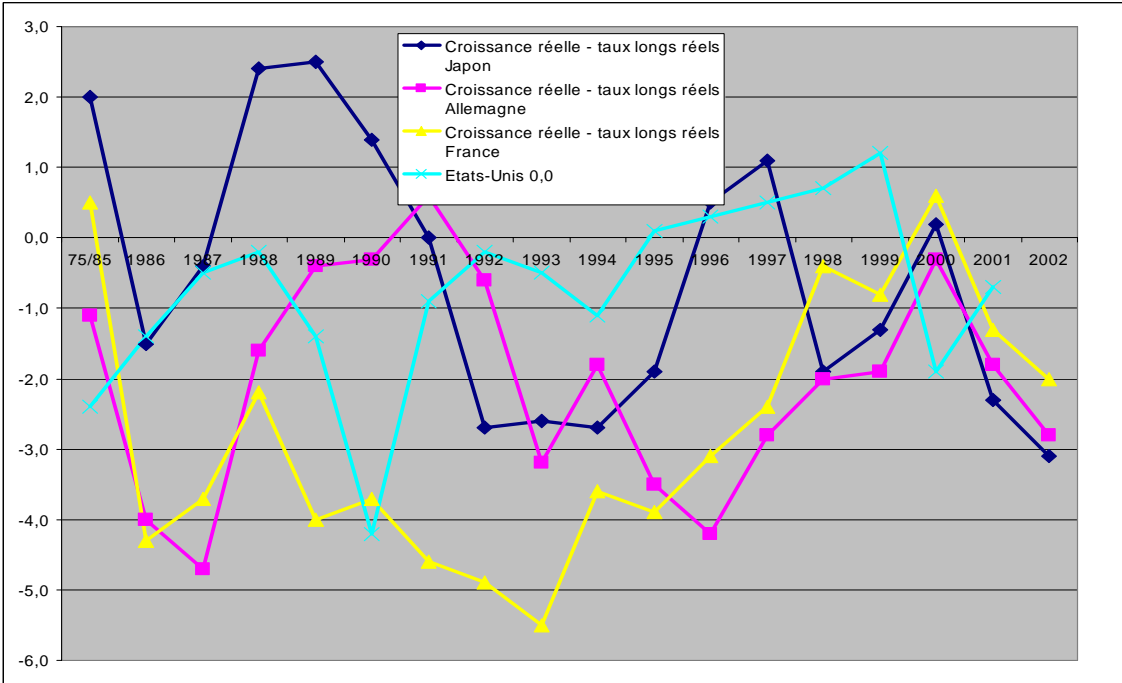
En même temps, hors le cas très particulier des États-Unis, la pente des taux, différence entre les taux d'intérêt à long terme et les taux à court terme, augmente assez peu. Cette marge, qui permet en théorie aux banques de

¹ C'est précisément ce qui se passe en Chine. Les baisses de prix sont la conséquence de l'arrivée de nouveaux produits et de la disparition des anciens, plus chers, inadéquats, de mauvaise qualité.

conforter leurs marges d'intermédiation, est en effet contrainte par les politiques monétaires du côté des taux courts et par le désir de placement des agents du côté des taux longs. Cette pente s'établit ainsi à 1,2% au Japon, mais sa progression ne vient que de la montée des taux longs, conséquence des déficits croissants du pays : une lecture positive doit donc être relativisée. La remontée européenne, vers 1.6%, est un peu plus saine, venant de la baisse des taux courts ; mais il ne faut pas se cacher que les déficits se creusent tandis que les rendements ne montent pas, ce qui est – au moins – preuve d'inquiétude, sans compter l'attrait croissant pour les obligations indexées sur l'inflation, qui procurent en réalité un rémunération réelle attractive.

Dans cette logique, il n'est donc pas surprenant de noter que la croissance réelle est inférieure aux taux longs réels (Graphique I4)., ce qui implique un alourdissement relatif du poids de la dette rapporté au PIB (voir plus loin)

Graphique I4 – Quand la croissance est inférieure aux taux longs réels



Ainsi, dans la phase actuelle de désinflation, la dette réelle pèse de plus en plus, et plus encore quand la déflation devient déflation, comme on le perçoit au Japon. A ce stade, toute continuation de la croissance (par ailleurs de plus en plus ralentie) implique une montée du risque. Dans le domaine public, les dettes sont scrutées par les agences de *rating*, puis mises sous surveillance, puis baissées, et ainsi de suite comme l'indique le tableau qui suit (notes *S&P*).

Tableau I1 – La baisse du rating japonais

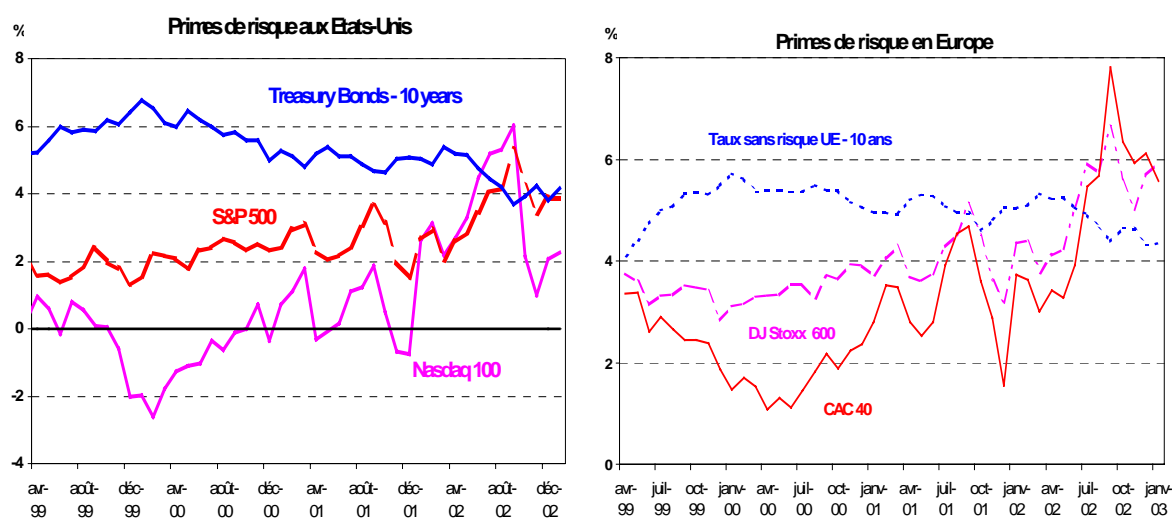
Date	févr-75	févr-89	déc-91	juil-92	févr-01	sept-01	nov-01	avr-02
Note long terme	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA-
Outlook	Stable	Stable	Stable	Stable	Stable	Négatif	Négatif	Négatif

Le Japon et l'Allemagne connaissent ainsi une évolution préoccupante. Il en est de même des entreprises, pour lesquelles le poids de la dette est vu de plus en plus comme un critère essentiel par les analystes tandis que, sans que ceci soit obligatoire ou mécanique, les marchés financiers considèrent qu'il est toujours possible, mais « délicat », pour une entreprise d'avoir un meilleur *rating* que celle de son pays.

13. La dynamique déflationniste sous l'effet des marchés

■ Pour les marchés, et de plus en plus nettement pour les analystes désormais, les actionnaires ne sont propriétaires que pour autant que les dettes sont en bonne voie d'être remboursées. La dette hypothèque l'actif, les frais financiers viennent avant tout dividende.

Graphique I5 – La montée des primes de risque (Sources : Chahine, CLSE)



Nous passons ainsi de la notion d'*EBITDA*, marge brute avant impôts, frais financiers et dividendes, à celle de *free cash flow*, trésorerie nette disponible dans l'entreprise, après que celle-ci a mené les investissements nécessaires à son activité courante. Le vrai résultat de la firme se calcule désormais après impôt, frais financiers et dividendes : c'est ce qui permet de s'étendre, physiquement par l'investissement, ou financièrement par la croissance externe. Autrement, l'entreprise peut certes avoir une raison d'être, mais pas vraiment aux yeux des marchés.

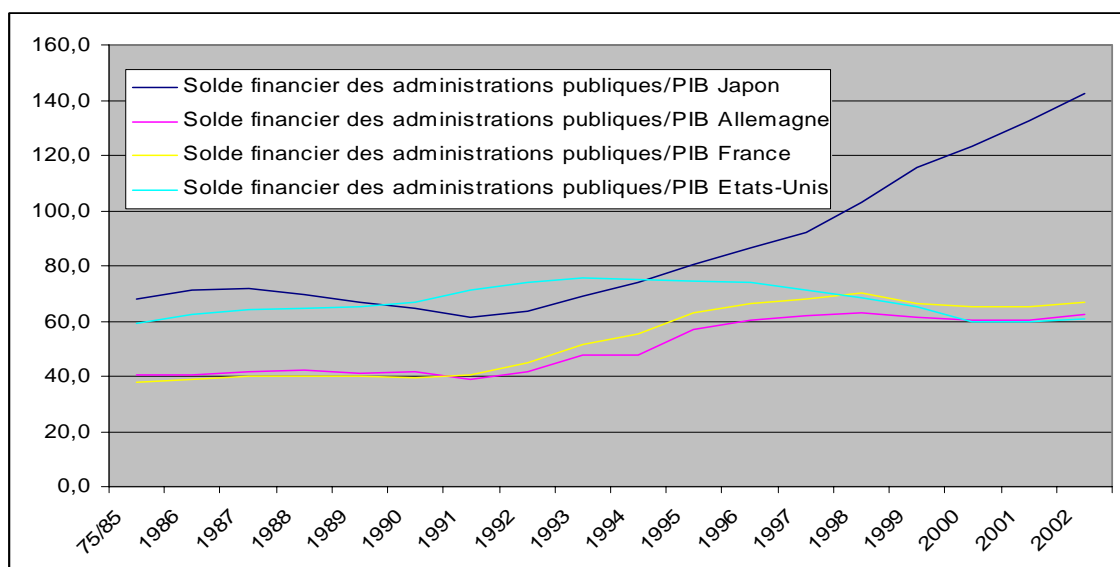
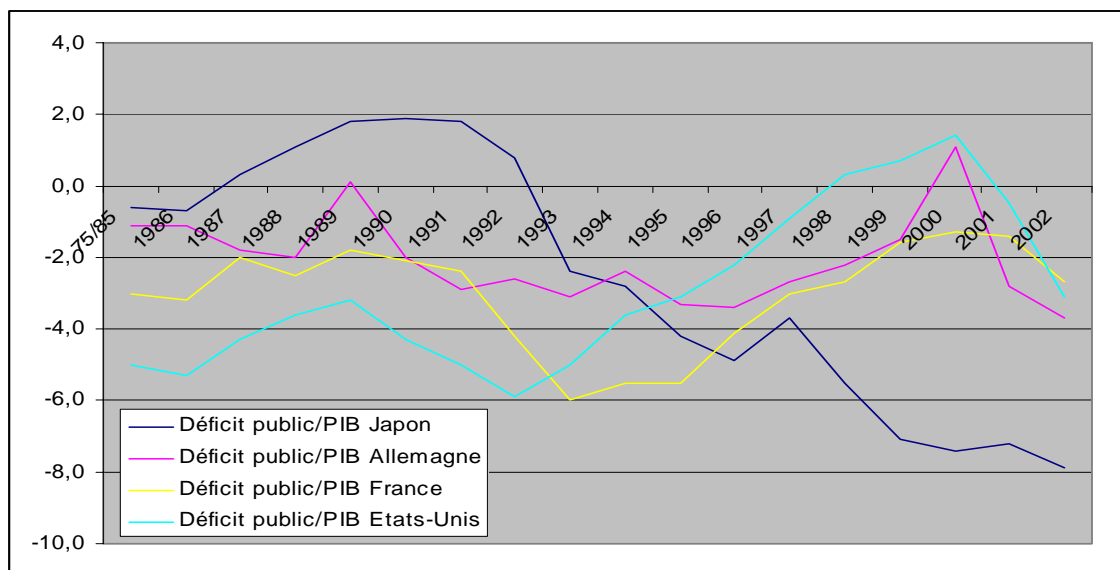
■ Si ces marchés ont le sentiment que la charge de la dette est trop lourde, ils vont faire peser sur le titre une prime de risque. Elle est la rentabilité supplémentaire demandée aux actions, en fonction de l'incertitude de la situation et de celle de la firme, comme on le voit dans le graphique I1. Et, au premier rang s'installe la dette, avec le risque de faillite. De période en période, le processus déflationniste pèse sur la croissance, les profits, l'endettement, les valorisations boursières, donc sur la croissance – en boucle.

Dans un tel contexte, on connaît les politiques économiques, subies ou volontaires, généralement qualifiées de keynésiennes. En matière de politique subie, il s'agit du déficit budgétaire. Face à des entrées fiscales plus faibles d'un côté, compte tenu largement de la fixité des coûts publics de l'autre, le déficit public se creuse. Mécaniquement, inexorablement. A ce stade, naissent le plus souvent des mesures supplémentaires, dites de relance, ou

« keynésiennes », pour soutenir la demande. Elles peuvent se manifester sous forme de grands travaux, selon le modèle japonais – qui est en fait un modèle d'excessivité en ce domaine.

- Mais ce qui se passe diffère de l'approche dite keynésienne. Désormais, le financement se fait par émission obligataire, non par création monétaire. Il faut donc rembourser, sans imaginer que l'inflation va réduire la dette. Au contraire, les marchés de taux, qui réagissent à tout risque inflationniste – et plus encore déflationniste, d'abord parce que la dette réelle monte, comme les taux réels et les prix baissent, ensuite parce que la prime de risque pèse sur l'endettement. Ainsi, au Japon, depuis la perception « officielle » de la déflation par la baisse des prix, les taux longs réels sont passés de 0.8 % en 1998 à 2.4% actuellement, pour une croissance quasi nulle.

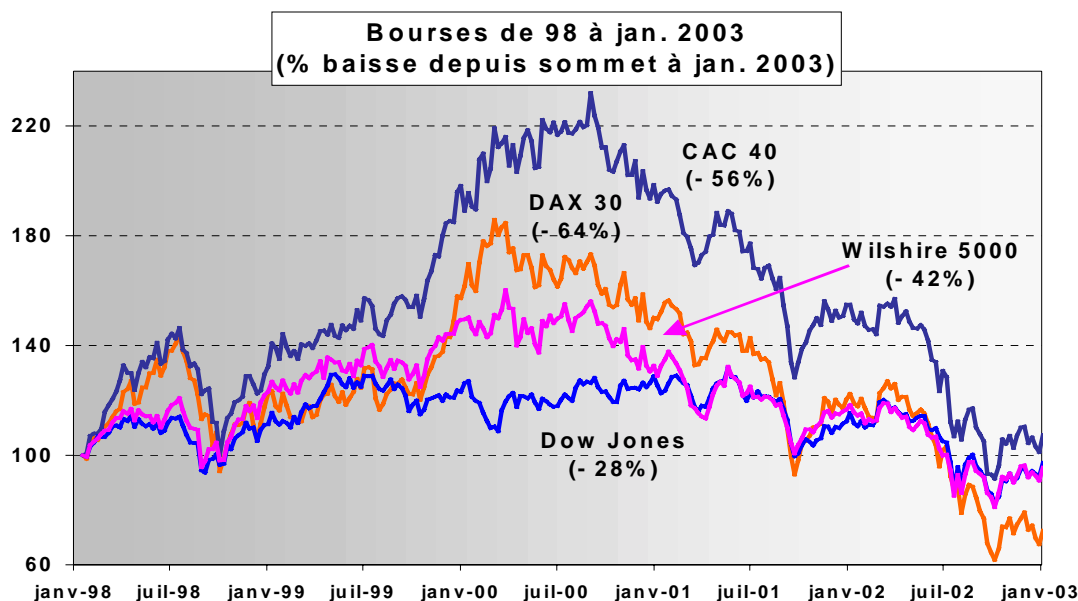
Graphique I6 – La dérive du déficit et de la dette publique (source OCDE)



- Et de plus en plus se proposent des obligations indexées sur l'inflation (OATi). On voit ainsi, dans les graphiques ci-dessus, que les déficits se creusent, le plus préoccupant étant celui du Japon, que les dettes rapportées au PIB ne cessent de croître, les taux réels restent évidemment élevés : « l'euthanasie du rentier », prix au piège des taux fixes quand monte l'inflation est l'inverse de ce qui se passe. L'inflation ne monte pas, au contraire, et les agents économiques ne sont pas prix au piège des taux fixes, au contraire. Ils réagissent à toute inquiétude inflationniste et se montrent de plus en plus acheteurs de papier indexé, sur les modèles des OATi françaises. Ils bénéficient donc actuellement de la désinflation, et dans le cas japonais, de la déflation. Pour autant bien sûr que le créancier est jugé solvable.
- C'est alors que vient la seconde différence, directement dépendante de la première : dans ce contexte de montée de la dette liée au déficit budgétaire, il faut absolument que les investissements accroissent la capacité productive du pays, son potentiel de production. Dans la présentation keynésienne, le déficit financé par création monétaire, ce fameux ouvrier qui creusait des trous dans la pelouse de la Banque d'Angleterre pour les reboucher ensuite était pure dépense. Dans la situation présente, si le pays s'endette sans se donner les moyens de rembourser demain ou après-demain, il s'inscrit dans une spirale très dangereuse. L'effet « boule de neige » de la dette ne vient pas seulement, mécaniquement, d'un taux d'intérêt réel qui dépasse le taux de croissance courant, mais d'un taux qui dépasse – selon toute probabilité – le taux de croissance potentiel, précisément par défaut d'une politique qui l'augmente. Les grands travaux qui ne servent à rien, le gâchis de capital n'ont rien à voir avec la dépense transitoire de l'ouvrier qui fait des trous : il n'est pas impossible que les marchés, bientôt, se disent qu'ils diminuent, en réalité, la production potentielle.

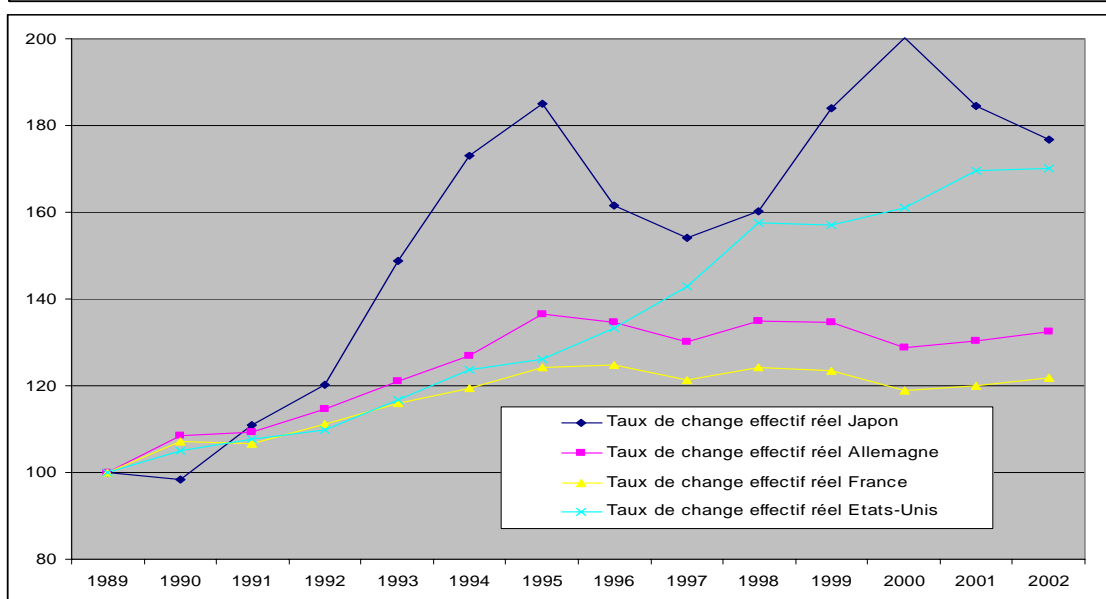
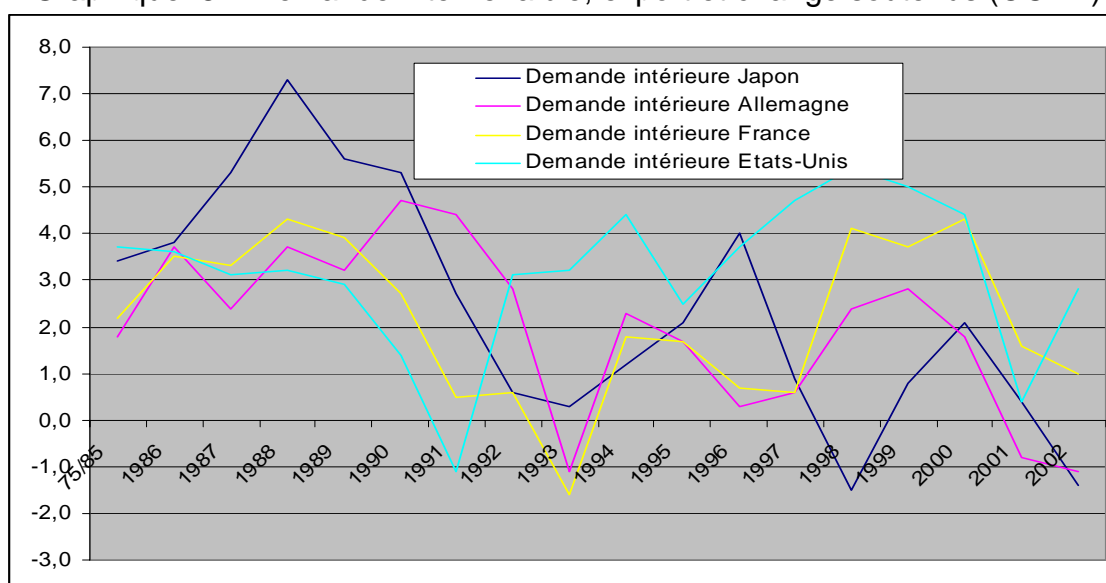
La crise de la dette publique se met alors en place, sans – au début – inquiéter ; elle escorte celle de la dette privée. Les valorisations des actions baissent, graphique 17, comme celle des obligations en *mark to market*, les *spreads* de financement montent un temps, les valeurs des collatéraux baissent partout : le risque systémique augmente. Encore quelque temps joue la politique monétaire interne, mais on voit assez vite ses limites.

Graphique 17 – La crise boursière



▪ L'économie qui entre en processus déflationniste se met à exporter davantage. Elle le doit absolument, puisqu'il s'agit de trouver les moyens de rembourser une partie de la dette privée (*forebearance*²), ce qui permet de prolonger la dette publique. Elle le peut, puisque la demande interne est particulièrement faible. Le Japon est ainsi exportateur, comme l'Allemagne, sans qu'il y ait miracle, mais au contraire absolue nécessité. Dans le cas japonais, on voit ainsi que la demande est pratiquement plate depuis 2000 et depuis 1999 en Allemagne (Tableau I8). Dans ce contexte, la progression des exports s'impose évidemment, mais elle est d'autant plus difficile si le change est fort. Ce qui est le cas japonais et qui explique les mesures d'abaissement du Yen que tente, désespérément, la Banque Centrale Japonaise.

Graphique I8 – Demande interne faible, export et change soutenus (OCDE)



² Prolongation des crédits faite au Japon, pour que l'entreprise, en fait, rembourse ses échéances ... ce qui permet à la banque de ne pas considérer la créance comme douteuse. En droit, il s'agit d'un soutien abusif, en économie, à l'échelle du pays, d'un soutien « temporaire » qui dure, en attendant mieux.

▪ En effet, cette exportation serait encore plus favorable si le change fléchissait, mais ceci ne se produit pas mécaniquement, au contraire. D'un côté en effet, les politiques monétaires, par baisses successives des taux d'intérêt, baisses destinées à soulager les banques et à dissuader les agents de rester liquides, n'ont pas rendu l'investissement obligataire intéressant à moyen terme.

Si le rendement réel augmente, autour de 2% au Japon, il s'accompagne d'un risque accru de change, sans oublier bien sûr le risque de taux. Plus encore, l'investissement extérieur en titres s'arrête : les rendements sont faibles ou nuls, les risques perçus comme croissants. L'entrée de capitaux est donc faible, en tout cas plus faible quand le pays entre en processus déflationniste. En même temps, ce pays qui épargne et exporte voit ses réserves monter ... et donc son change s'apprécier ! C'est bien ce que montre le graphique I6 où les appréciations les plus fortes dans la dernière période ont été celles du dollar, ... et du yen. Le premier attirait l'épargne externe, le second conservait la sienne, plus l'accroissait grâce à ses excédents commerciaux.

▪ La politique monétaire doit donc, à un moment donné, devenir nécessairement hétérodoxe. Dans la conception keynésienne, elle doit contribuer à faire évoluer les prévisions à moyen terme de prix et d'activité, et donc pousser à s'endetter aujourd'hui, de façon à bénéficier demain de taux d'intérêt réels décroissants. « Euthanasie des rentiers », « taux réels négatifs », pas vraiment : il s'agit en réalité d'infléchir les anticipations en donnant l'idée que la répartition future de la valeur ajoutée comprendra en réalité plus de profit et relativement moins de frais financiers. Mais, en économie de marchés financiers, cette politique monétaire atteint assez vite ses limites : quand les taux courts baissent, ce n'est pas tellement une incitation à s'endetter qui se met en place que l'idée de moins s'endetter, si la reprise ne paraît pas crédible ! La banque centrale, peu à peu, pour vaincre ces tendances, en vient alors, indirectement par le système bancaire ou directement, à acheter des titres publics. La courbe des taux ne cesse alors de s'affaisser, ce qui – en théorie – diminue le coût du financement et doit inciter à l'investissement.

Sauf si le contraire se produit : le signal de la baisse des taux est alors perçu comme négatif, plus négatif que l'avantage présent d'un taux plus faible. Si les taux sont vécus comme transitoirement plus bas, il est rationnel de s'endetter et la détente des taux aide à la reprise. Mais si les taux sont vus aujourd'hui plus bas pour indiquer qu'ils seront inférieurs demain, c'est l'inverse qui se produit.

Tableau I2 – Plus de monnaie, moins de crédits

	1999	2000	2001	2002
Japon				
Masse monétaire M1	10,6	8,2	8,5	29
Masse monétaire M3-M1		-0,8	-2,3	-7,5
Crédit domestique	4	2,9	2,1	1,1
Allemagne				
Masse monétaire M1	9,3	6,4	5,6	7,5
Liquidités M3 - M1	1,4	7,3	8,7	5,9
Crédit au secteur manufacturier	-2	5,2	-0,4	-4,4
Crédit total	6,4	4,4	2,2	1,1
France				
Masse monétaire M1	9,3	6,4	5,6	7,5
Masse monétaire M3 - M1	1,4	7,3	8,7	5,9
Crédit domestique (EIT)	7,2	9,2	7	5,8

(données OCDE)

La banque centrale doit devenir plus hétérodoxe encore, en achetant des titres privés, notamment ceux que les banques peuvent détenir pour créer de massives opérations de *defeasance*³ ! Elle sort les actifs douteux du système financier, les fait porter par une structure *ad hoc*, garantie par exemple par des bons du trésor américain, pendant trente ou cinquante ans. La perte est socialisée et reportée sur longue période, elle évacue l'horizon des anticipations immédiates. La banque centrale peut également acheter la devise étrangère pour faire baisser le change du pays. C'est bien ce qui se passe au Japon, avec des interventions massives de la Banque Centrale, au moins pour empêcher une appréciation du yen, si possible pour obtenir son affaiblissement.

14. Quid de la politique anti-déflationniste ?

Mais si ces corrections sont trop tardives ou trop timides, rien ne se passe vraiment, car tout vient trop tard ou trop peu. Les ménages des pays en déflation voient monter la dette publique et accroissent d'autant leurs encaisses privées pour tenir compte des charges futures de remboursement. Ce comportement, dit d'équivalence ricardienne, est individuellement rationnel, mais précipite les difficultés. Nécessairement, inmanquablement, le taux de chômage croît.

Tableau I3 – Le chômage monte

	1998	1999	2000	2001	2002*
Japon	4,1	4,7	4,7	5	5,3
Allemagne	11,1	10,5	9,6	9,4	10
France	11,5	10,8	9,5	8,7	9
Etats-Unis	4,5	4,2	4	4,8	6

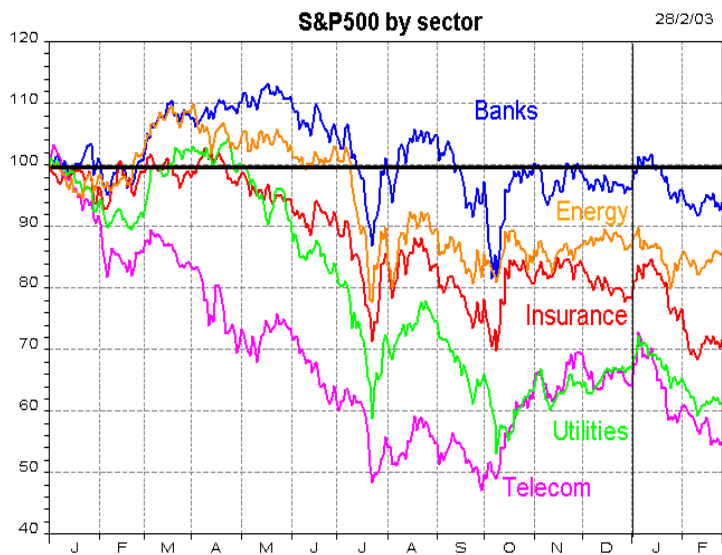
(Données OCDE, pour 2002 : novembre, cvs)

Les ménages consomment alors avec une extrême modération, les entreprises souffrent, de l'aval vers l'amont, les faillites redoublent. Les banques sont de plus en plus affectées, le crédit s'effondre : il est rationnel (individuellement) pour une entreprise en bonne santé (relative) de rembourser et de ne plus s'endetter ; il est (individuellement) rationnel pour une banque de ne plus faire de crédits. Le désendettement précipite les difficultés.

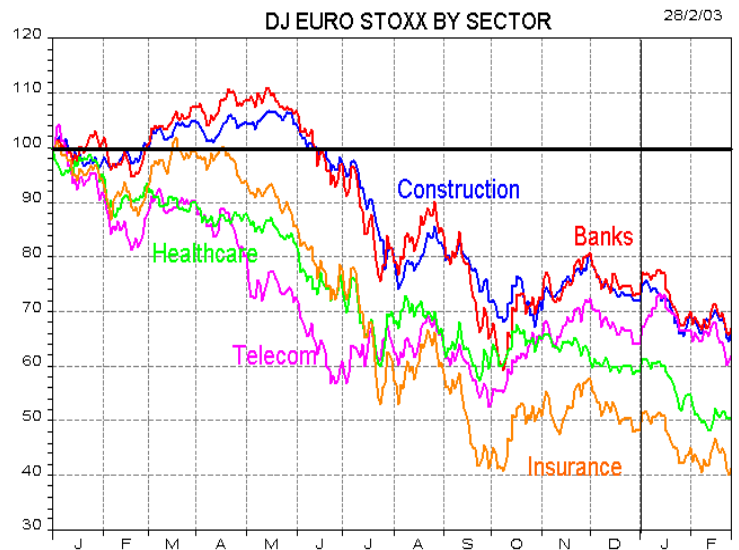
Sans aller jusqu'à ce point de crise, la bourse a bien compris la dynamique du risque financier. Ainsi, aux Etats-Unis, au cours de l'année 2002, comme on le voit dans le graphique I9, les banques ont globalement résisté, mais moins les compagnies d'assurances, qui ont perdu 30% de leur valeur. Il n'en est pas de même en Europe, où les banques ont perdu 30% de leur valeur boursière sur l'année, mais les assurances plus de 50%. En réalité, l'Europe est ainsi plus exposée au risque de ralentissement que les Etats-Unis, et au danger déflationniste du fait de la fragilisation spécifique de son secteur financier, bancaire (notamment en Allemagne) et d'assurance (notamment en Allemagne et en Suisse).

³ C'est bien ce qui s'est passé au début des années 90 aux Etats-Unis avec les dettes irrécouvrables des *saving and loan*.

Graphique I9 – La crise boursière : la banque et surtout l'assurance



Source: DATASTREAM



Source: DATASTREAM

▪ L'Etat doit alors soutenir plus directement son système financier. Mais cette nationalisation de fait (dans le cas japonais), ou se soutien ailleurs, n'ont aucun effet positif si les ménages y voient seulement un accroissement de la dette publique et un affaiblissement du système financier. Ces interventions ne peuvent avoir de sens que si, en logeant la dette dans des structures de *defeasance*, l'Etat met à flot la « bonne banque », après purge des mauvaises dettes, réduction des effectifs le plus souvent et, plus généralement, nette réduction des frais fixes.

Cette remise à flot doit conduire à la privatisation ultérieure de l'entité nationalisée, au bénéfice des investisseurs locaux. Ceci est la condition même du succès de l'opération, pour convaincre les agents nationaux (et internationaux) que cette nationalisation est en fait un processus transitoire. Mais, s'ils ne veulent pas jouer le jeu de l'opération de sauvetage du secteur bancaire (à l'instar de ce qui fut fait en Suède en 1993-1994), il reste à vendre ces actifs à des investisseurs étrangers ! On comprend la difficulté politique de l'opération, puisque la socialisation de la perte va bénéficier à des investisseurs privés non résidents ... mais on n'a, souvent, pas le choix des moyens. Et c'est bien vers cette solution que le Japon semble en train d'aller.

▪ Sinon, de proche en proche, la dette publique monte, puis la dette privée... baisse (pas de nouveaux crédits, remboursements autant que possible des anciens, crédits non performants, faillites), tout ceci précipite la crise. Jusqu'au moment où c'est le change qui craque, ce moment où les agents résidents se diront qu'il est dangereux⁴ d'avoir, dans la même monnaie nationale, et leur capital humain, et leur capital financier, notamment sa partie liquide. Comme la diversification du premier est impossible (on ne peut travailler aux Etats-Unis et

⁴ En tout cas, pas avisé.

vivre au Japon !), reste celle du second. Les agents privés sortent de leur banque, avant de sortir de leur monnaie.

Cette forme accentuée de crise, *bank run*, ou *insurance run*⁵ à considérer désormais, fuite devant la monnaie nationale est en cours au Japon, mais sans prendre encore une forme aiguë. Les autorités poussent des banques régionales et des compagnies d'assurance à se regrouper et se restructurer. Elles ont déjà - sans net effet (car sans mesures suffisantes) - mis de l'argent public dans le système bancaire. Et pourtant, la dette publique explose, la liquidité augmente et, pour éviter un *bank run* d'envergure, l'Etat a étendu sa garantie de dépôt sans limite à la banque postale. Les autres banques ont toutes des garanties de dépôt limitées, et des débats ont eu lieu – évidemment reportés – pour les réduire. Mais, en face du système bancaire, se tient la banque postale avec son assurance sans limite⁶ ! On en comprend la raison : la banque postale recycle continûment les dépôts qui lui viennent pour refinancer la dette publique. Elle est l'agent décisif de ralentissement de la crise déflationniste, prenant le risque de transformation (les dépôts à court terme, qui peuvent s'évanouir, financent la dette longue) et le risque de taux (si la hausse éventuelle des rendements fait baisser la valeur des papiers antérieurs).

- Il est évident que si le *bank run* ou l'*insurance run* se poursuit au Japon, si les ménages se défont de la Banque Postale, l'Etat sera en crise financière, et le FMI devra, un jour, intervenir. Ceci, en soi, n'est pas catastrophique mais illustre le processus terrible de l'engrenage déflationniste. Dans le cas japonais, où la bourse a baissé des $\frac{3}{4}$ et le prix des immeubles des $\frac{2}{3}$, où la dette publique va représenter bientôt le double du PIB, la société civile « tient ». C'est même pour cette raison que le processus peut s'approfondir à ce point, parce que les agents économiques acceptent cet appauvrissement et le préfèrent à la dislocation sociale qu'impliquerait la baisse des subventions à l'agriculture ou la session des actifs industriels et financiers à l'extérieur.

Mais, une telle cohésion sociale, en un sens admirable, n'a de sens que si elle permet effectivement à des mesures fortes, hétérodoxes, de se prendre, pas seulement de se promettre. Autrement, la *patientia* japonaise permet plutôt à la crise de s'étendre plus encore, à la solution ultérieure d'être plus pénible encore. Peut-être que le sens de l'honneur, l'idée de ne pas « perdre la face », feront-ils réagir le Japon avant de frapper à la porte du FMI ? Mais quel temps perdu, que de souffrances, que de pauvreté à venir dans le pays le plus vieillissant du monde développé !

15. Où en est l'Allemagne ?

- L'Allemagne, sur cette échelle de crise déflationniste, n'en est pas au stade japonais, mais s'en rapproche à vive allure, tant pour des raisons « pro-déflationnistes » internes, que par la limitation des outils « anti-déflationnistes » dont elle dispose. Son taux de change, celui de l'entrée du mark dans l'euro a sans doute été trop fort. La politique du mark fort, le *mark schield*, qui calmait les ardeurs salariales, entretenait la désinflation et permettait des taux faibles, a

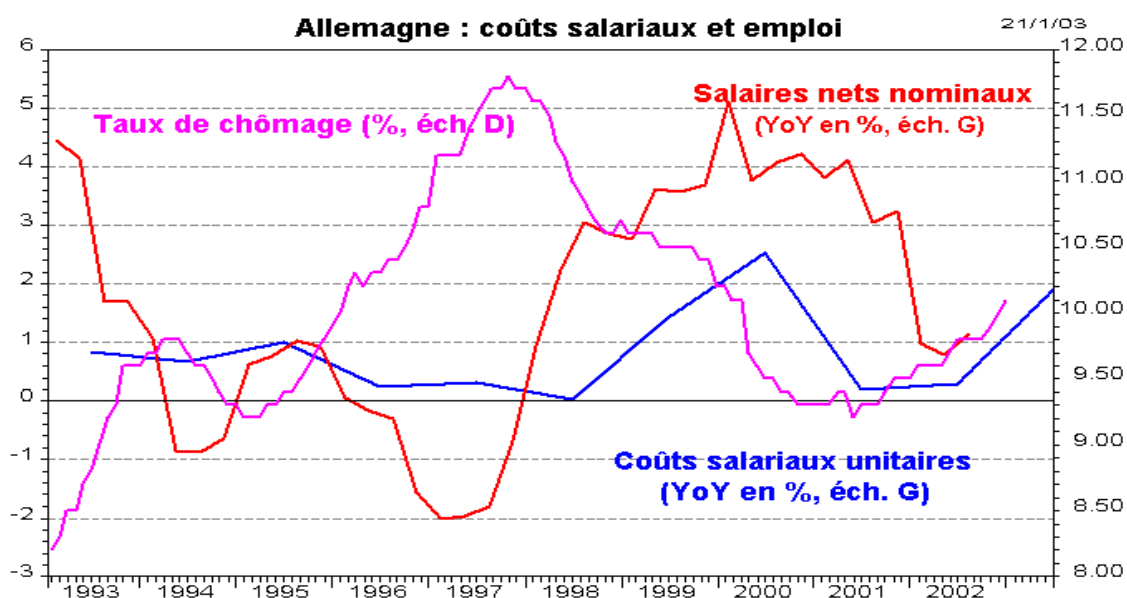
⁵ La théorie, et l'histoire, connaissent seulement la *bank run*. Mais avec une part croissante des avoirs détenus par les compagnies d'assurance, certains investisseurs peuvent s'inquiéter de la solidité de l'entreprise et solder leur compte d'assurance vie. Dans ce cas, la compagnie est forcée de vendre les titres, ce qui pèse encore sur la bourse, et voit se réduire son chiffre d'affaires, donc sa fragilité augmenter encore.

⁶ En théorie bien sûr.

conduit à l'entrée d'un mark surévalué dans l'euro. 10% au moins, 20% plutôt : telle est la marge de compétitivité perdue, à récupérer dorénavant par la productivité, d'autant que les concurrents européens bénéficient des taux allemands et donc de la baisse du coût du capital qui va avec.

Or cette recherche de gains de productivité, particulièrement difficile en Allemagne compte tenu du fonctionnement du marché du travail et de la sensibilité de la consommation des ménages à l'emploi, y est menée plus qu'ailleurs en Europe ! Tout se passe comme si le marché du travail allemand était macro-économiquement plus rigide encore que celui du Japon et l'élasticité de la consommation au revenu supérieure en Allemagne, traduisant une nervosité plus grande. Dans ce contexte, les entrepreneurs allemands, devant céder sur les salaires nominaux, investissent autant que possible en équipements accroissant la productivité du travail et la recherchent plus encore qu'ailleurs. On se trouve alors dans une situation (temporaire) de hausse des salaires nominaux d'abord et de baisse des marges, de recherche forte de gains de productivité ensuite, de montée du chômage et de faiblesse de la consommation enfin. Et si la politique budgétaire accroît la fiscalité...

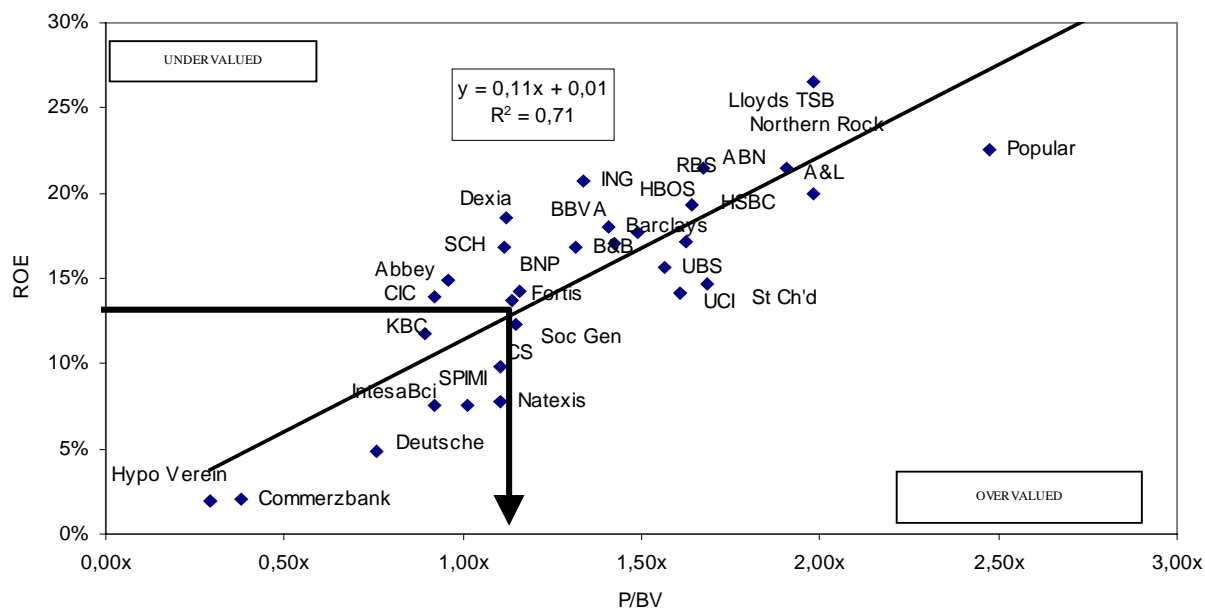
Graphique I4 – L'étrange marché du travail allemand



Source: DATASTREAM

▪ Dans un tel contexte, ce qui fait la force du « modèle rhénan » devient sa faiblesse. D'un côté, de grosses PME familiales hésitent à licencier et peuvent difficilement s'adapter ; d'un autre côté, des banques fidèles (*Hausbank*) sont en grande difficulté, du fait de la baisse des encours de crédit, de la montée des sinistres et de la faiblesse de leurs activités de *retail*. Le secteur bancaire allemand est, actuellement, celui qui – en Europe – est tenu pour le plus risqué. Sa rentabilité est très faible (3 à 4% de *RoE*) et sa valorisation s'en ressent : le ratio *Price to Book*, qui rapporte la valorisation boursière aux fonds propres est plutôt de l'ordre de 0,5 contre 1,1 en France, 1,5 en Espagne ou 2 en Angleterre. Un euro de fonds propres dans une banque allemande vaut 0,5 euro en bourse !

Graphique I5 – Rendement et valorisation des banques européennes



Si le cercle vertueux du financement stable des PME par des banques stabilisées est ainsi en crise, les armes anti-déflationnistes allemandes sont également peu disponibles, et singulièrement moins qu'au Japon. Côté budget en effet, le Pacte de Stabilité et de Croissance limite à 3% du PIB les déficits autorisés, sauf circonstances exceptionnelles, et sauf à subir des pénalités – faibles au début (dépôt non rémunéré d'abord), sanction réelle (et déflationniste) ensuite. L'Allemagne essaie ainsi de retrouver des marges de manœuvre, mais on voit les difficultés rencontrées sur le marché du travail. D'où le recours à des hausses d'impôt, alors que cette mesure est explicitement jugée comme dangereuse par le Commissaire Solbes dans une telle situation : ce n'est pas le moment d'accroître les prélèvements !

Côté monétaire, la situation allemande est aussi très délicate, puisqu'elle a les taux d'intérêt réels les plus élevés de la zone euro. Des taux évidemment inadaptés, qui réduisent d'un côté les marges de transformation bancaire et incitent d'un autre les agents allemands à épargner. L'écart de taux entre ce qu'il faudrait pour l'Allemagne seule (calcul évidemment théorique) et les taux effectifs est le plus élevé pour ce pays.

Au fond, l'Allemagne, parce qu'elle est entrée dans l'euro avec un change inadapté, parce que ses spécialisations productives (manufacturier, équipement, chimie lourde ...) la rendent particulièrement sensible à la situation mondiale (moins croissance, concurrence chinoise), parce que son marché du travail est rigide, le lien industrie-finance problématique, les outils de politique monétaire partagés en d'autres mains et budgétaire déjà utilisés s'enfoncent dans le processus déflationniste. Dans ce contexte, après le ratio déficit/PIB, c'est au ratio dette/PIB d'être franchi, sans remède apparent.

- Cyniquement, on pourrait toujours dire que la déflation japonaise est en passe d'éponger l'épargne japonaise : l'euthanasie ne concerne plus les rentiers, mais tous les épargnants. On peut toujours dire que ceci est moins grave parce que le Japon est créateur net, qu'il impose plus qu'il n'explose – limitant de ce fait un effet domino. Cyniquement, on peut dire que le processus

amorcé en Allemagne va écorner l'épargne allemande, conduire à accélérer les réformes, mais qu'il a peu d'effets de propagation, puisque le pays est également créditeur net, puisque l'Europe « tient ».

Sauf que cette analyse ne « tient » pas. Bien sûr, la déflation ... nippon-allemande affecte des pays à forte capacité d'épargne et créditeurs nets. Mais elle se produit plutôt dans ce type de configuration ! Dans un pays créditeur, le change décroche par avance, devant toute menace déflationniste, laissant la porte ouverte à l'inflation importée, mais surtout à la dévaluation compétitive. La déflation frappe les épargnants vertueux qui ne peuvent, ne veulent, ne savent s'adapter assez vite au monde qui change. Et ceci parce que les autorités nationales ne veulent pas mener une politique massive de dépréciation de leur devise. Or ceci est toujours possible au Japon, la Banque Centrale se mettant à acheter des dollars et des euros, faisant ainsi baisser le yen. Ceci ne répond pas un problème du yuan, éclaire en tout cas le problème et illustre les difficultés en jeu. Mais nous ne sommes plus, ici, dans la politique monétaire, mais dans la politique tout court : la déflation japonaise n'affecte pas les grandes entreprises qui délocalisent d'un côté, et qui peuvent souhaiter le *statu quo*, les autorités ne veulent sans doute pas entamer un bras de fer avec les Etats-Unis et la Chine. Le prix de ce recul ne pourra que monter.

Ajoutons ici que la voie ouverte à la banque du Japon, mais qu'elle n'emprunte pas, faire baisser le yen, ne l'est pas à l'Allemagne. Il faudra donc, dans ce cas, qu'outre des baisses de taux et une relecture du Pacte de Stabilité, éventuelle, des mesures spécifiques soient arrêtées, en compensation des difficultés financières du pays.

Ainsi, quand le Gouverneur de la Fed Bernanke⁷, parlant de déflation, fait la liste des mesures que son pays peut prendre pour lutter contre (baisse des taux, jusqu'à zéro du jour le jour au deux ans ; déficit budgétaire ; et finalement baisse du dollar) il émet un message clair : les Etats-Unis ne seront pas un territoire déflationniste. En réalité, étant débiteurs nets, ils ne peuvent l'être, tout au moins d'abord : ce sont les pays créditeurs qui sont touchés en premier. Il faut cependant noter que les limites de la baisse du dollar existent, et que les autorités voudront bien sûr éviter une crise de défiance. Mais le message du Gouverneur Bernanke, celui d'un pays « déflationniste en dernier », si l'on peut dire.

Dans un tel contexte, les notes que l'on vient de lire et les analyses proposées plus loin par Michel Aglietta et Patrick Artus, qui prennent des perspectives différentes, plus historique pour le premier, plus récente pour le second, se rejoignent :

- un risque déflationniste existe actuellement et s'étend,
- le laisser se développer sans réaction au Japon est dangereux, car c'est là une affaire d'intérêt commun, pour l'économie mondiale,
- un nombre important de signaux concordant se manifeste en Allemagne, pays dont les marges de liberté sont plus réduites, du fait de son appartenance à l'Europe.

⁷ Bernanke

16. 12 propositions pour détourner la menace déflationniste

Pour cela, il semble obligatoire de mener les douze actions suivantes :

1. **Système monétaire international : établir des zones de taux de change soutenable.** Il faut affiner et diffuser des zones de taux de change soutenable entre les grandes zones et les grands pays, correspondant à des situations réduisant les risques de « sentier déflationniste » pour un pays ou une zone. Des marges de fluctuation signaleraient des zones de risque en ce domaine ;
2. **Chine : imposer une autre politique pour le yuan.** Ceci implique d'examiner le cas de la monnaie chinoise. Nettement sous évaluée, elle est l'envers de monnaies trop fortes par ailleurs, elle est la source majeure des déséquilibres de change du monde, en sus des avantages spécifiques qu'apporte dans ce pays une meilleure utilisation des capacités productives. Il faut donc que taux de change officiel, artificiellement bas du yuan saute, qu'un processus de flottaison aidée se mette en place. Cette appréciation réduira partout les déséquilibres, quitte à ce que la communauté internationale établisse des programmes compensateurs pour ce pays, dont on connaît la nécessité de croissance.
3. **Surveillance financière : surveiller autant l'assurance que la banque.** Il faut renforcer la surveillance conjointe des systèmes bancaires et d'assurance, en particulier suivre aussi bien la seconde que la première, notamment dans les pays jugés à risque. En effet, l'idée demeure que les banques sont le lieu des risques systémiques, ce qui n'est plus aussi vrai compte tenu des masses financières que gèrent les compagnies d'assurance vie, de l'acquisition croissante qu'elles font de produits de crédit, et du rôle, lui-même croissant, de l'assurance dommages pour assurer la croissance économique.
4. **Surveillance financière : encadrer la détention d'actifs par les banques.** Il faut limiter la détention d'actions dans les banques, car il s'agit d'un processus qui peut réduire la transparence financière et jouer un rôle significatif dans la propagation des crises bancaires. Il faut favoriser la titrisation, mais obligatoirement avec des règles de transparence et de gouvernance accrues.
5. **Surveillance financière : réduire les effets pervers du ratio de solvabilité.** Il faut tenir compte du fait que les ratios de solvabilité ont tendance à amplifier les fluctuations, ce qui implique dans leur maniement un rôle plus important des instances de régulation et de politique monétaire.
6. **Politique monétaire : élargir le système d'objectifs en intégrant des objectifs de change réel.** Les pays devraient indiquer la zone de change dans la quelle ils mènent leur action, publier les travaux internes de MCI (*Monetary Conditions Index*, qui intègrent change et taux réels) à côté des calculs internes de règles de Taylor (qui intègrent croissance et prix).
7. **Politique monétaire : élargir le système d'objectifs en intégrant les prix d'actifs.** Si, *in fine*, l'inflation se manifeste par les prix des biens et services domestiques, ce processus peut prendre du temps si l'ouverture internationale est importante, notamment à des importateurs ayant des changes de combat (Chine) et important ainsi de la désinflation, et si une bulle se met en place, potentiellement inflationniste elle-aussi (effet richesse), mais compensée par des importations de capitaux qui font monter

le change. Dans un tel contexte, des déséquilibres s'installent, mais ils n'apparaissent pas dans les prix courants, au contraire même. Une fois avérés, ils menacent la croissance et conduisent en fait à des baisses importantes de taux d'intérêt quand la bulle éclate, mais sans doute trop importantes, faute d'une action préemptive de politique monétaire.

8. **Politique monétaire : réduire autant que possible toute rémunération minimale des produits financiers (dépôt, assurance vie).** Il s'agit en l'espèce de retenir les taux de marché correspondant aux maturités des dépôts, de faire jouer la concurrence, la vigilance des marchés et les autorités de tutelle, ceci afin d'éviter des rémunérations minimales qui conduisent à des épargnes excessives et à des fragilisations bancaires d'un côté, et qui poussent, d'un autre, des compagnies d'assurance à distribuer leurs plus-values latentes et à acheter des produits de plus en plus risqués, pour satisfaire la norme de rémunération (cas japonais, cas suisse).
9. **Politique monétaire : renforcer des politiques hétérodoxes au Japon et en Allemagne.** Si des signes concordants de processus déflationnistes sont reconnus, il ne faut pas que la politique monétaire pêche par timidité. La Banque Centrale japonaise doit ainsi procéder à des nationalisations de ses banques et compagnies d'assurance, en tout cas des plus grandes et des plus menacées, évidemment à des nationalisations transitoires. Le FMI doit établir, avec la Banque Centrale et les organismes de contrôle japonais, un état complet de la situation. Il doit contribuer aux garanties des *defeasances*. La Banque d'Allemagne doit soutenir ses banques, ce qui implique notamment d'égaliser les conditions de concurrence dans le *retail* (voir le point précédent), et peut-être d'en soutenir les cours boursiers.
10. **Politique monétaire européenne : élargir l'objectif de prix en tenant compte des effets de rattrapage.** D'un côté l'Allemagne paye les conditions de son entrée dans l'euro, d'un autre l'Espagne ou l'Irlande en bénéficient, avec des taux d'intérêt en baisse et un effet Balassa significatif, donc des taux réels très faibles, sinon négatifs. La hausse moyenne des prix se maintient en Europe, ce qui correspond en réalité à une convergence nominale qui se réduit. Dans ce contexte, il faut revoir l'objectif de prix de l'Union, pour tenir compte de l'effet Balassa (0,5%) et mettre davantage l'accent sur les politiques budgétaires dans les pays ayant une dérive inflationniste spécifique, étant entendu en outre qu'il leur est possible, dans de meilleures conditions, d'assainir leur situation budgétaire.
11. **Politique budgétaire européenne : franchir la norme des 3% du Pacte de Stabilité et de Croissance, mais avec gel des dépenses publiques (*spending rule*) et des politiques soutenues de réforme structurelles.** Outre un relâchement accordé pour des raisons exceptionnelles, dû au contexte mondial, il s'agit de geler les dépenses nominales et de mener des politiques de croissance, d'innovation, de réforme structurelles.
12. **mettre l'engagement de Lisbonne au cœur de la construction européenne, en en faisant l'ossature du pacte de Stabilité et de Croissance.** Il s'agit de soutenir l'investissement et la recherche, « l'économie de la connaissance », autant de dépenses porteuses d'avenir à prendre en considération dans les choix budgétaires des Etats.

II - Déflation : les leçons de l'histoire (Michel Aglietta)

La déflation est un phénomène que les économies capitalistes ont connu à plusieurs reprises au cours de périodes assez longues au XIX^{ème} siècle, puis de manière dramatique dans l'entre-deux guerres au cours du XX^{ème} siècle. Sa résurgence au Japon au cours de la décennie 1990 et jusqu'à nos jours suscite des commentaires et alimente des conjectures sur sa possible généralisation aux économies occidentales. Il est vrai que bien des processus concourant à la déflation peuvent être repérés dans la phase descendante du cycle financier depuis le printemps 2000. Il en est ainsi de la chute spectaculaire et prolongée des cours boursiers, de leur volatilité insolite, de la baisse d'une large gamme de prix industriels. Cependant les indices de prix généraux n'ont pas baissé jusqu'ici en Europe et aux Etats-Unis.

Pour aller au delà de ce constat et parvenir à un diagnostic plus assuré, il est de bonne méthode de mettre le cycle financier actuel dans une perspective historique. Car, au delà d'une observation de baisse des prix plus ou moins intense et plus ou moins étendue, la déflation est une logique macroéconomique qui ne s'inscrit pas dans n'importe quelles structures financières et dans n'importe quel régime monétaire. L'histoire devrait nous donner des repères pour estimer si ces conditions sont ou non présentes aujourd'hui.

Ensuite se pose la question des effets économiques et sociaux de la déflation. Car il y a déflation et déflation. Il a existé de longues périodes de baisses des prix qui n'ont pas empêché tendanciellement l'accumulation du capital et la croissance, du moins depuis l'essor du capitalisme industriel au milieu du XIX^{ème} siècle. Il a existé des déflations de crise qui se sont avérées dramatiques par les destructions de capital, les amputations de revenus et le chômage qu'elles ont déclenchées. Dans ces déflations de crise, la coexistence de la baisse des prix et de niveaux d'endettement élevés s'est avérée catastrophique.

Au delà de ces distinctions des questions plus délicates se posent. Un système économique rendant possible un régime de croissance avec déflation tendancielle, voire avec une inflation permanente très basse, est-il vulnérable au déclenchement de déflations de crise dans les phases récessives du cycle financier ? S'il en est ainsi, quelle est la responsabilité des autorités monétaires : gérer les crises agressivement lorsqu'elles éclatent ou modifier leur doctrine en faisant de la régulation continue de l'offre de crédit pour dompter le cycle financier leur objectif cardinal ?

II1. Le capitalisme sous l'étalon-or : déflation tendancielle et crises financières récurrentes et violentes.

Le dernier tiers du XIX^{ème} siècle a connu une longue déflation. La tendance des prix à la consommation a été continuellement orientée à la baisse : pendant 23 ans au Royaume-Uni (1873-1896), 31 ans en France (1875-1906), 41 ans aux Etats-Unis (1865-1906). Les phases conjoncturelles de hausse des prix greffées sur cette tendance étaient courtes et le retournement des prix était synchrone au cycle de la production industrielle. La flexibilité des prix se

manifestait par une volatilité bien supérieure à celle des économies contemporaines.

Deux types d'explication peuvent être avancées pour rendre compte de la tendance décroissante des prix et de leur sensibilité au cycle. Elles ne sont d'ailleurs pas contradictoires. La première est réelle, la seconde monétaire.

II11. Stabilisateurs de long terme et cycles de l'investissement dans la grande expansion financière du XIX^{ème} siècle.

Une observation superficielle a entraîné l'affirmation que la globalisation financière des deux dernières décennies reproduisait, dans un effet de balancier, celle qui s'était produite un siècle auparavant. Rien n'est plus faux si l'on est attentif aux structures dans lesquelles l'ouverture financière s'est produite. Au XIX^{ème} siècle, la concurrence des intermédiaires financiers était très faible.

Les banques d'affaires et les banques commerciales étaient strictement séparées. Les exportations de capitaux étaient segmentées en zones qui étaient des chasses gardées des pays exportateurs. Les véhicules des flux de capitaux longs étaient quasi-exclusivement les obligations à long terme. Les flux de capitaux à court terme étaient exclusivement liés au financement du commerce extérieur. Il s'ensuivait que les flux de capitaux internationaux épousaient les schémas réels de la division internationale du travail. La notion même de capitaux flottants à la recherche d'une rémunération purement financière était inconnue.

▪ Le tableau II1 donne une idée de la congruence entre la division internationale du travail et le transfert de ressources réelles entre les pays du capitalisme industriel (surtout Angleterre et France) et les zones de peuplement (Etats-Unis, Canada, Amérique Latine, Australie). Ce transfert de ressources se produisait dans des phases alternées par rapport aux vagues d'accumulation dans les pays exportateurs. Il en résultait une grande stabilité de l'accumulation du capital au niveau mondial.

Tableau II1 : Stabilisateurs à long terme du cycle de l'investissement et de la balance des paiements du Royaume-Uni

Variables	Phase ascendante de l'accumulation au RU	Phase descendante de l'accumulation au RU
Croissance de l'investissement réel au Royaume-Uni	+	-
Croissance de l'exportation de capitaux à long terme	-	+
Variation de l'émigration de main d'œuvre	-	+
Variation des termes de l'échange	+	-
Variation de la balance commerciale à prix constants	-	+

Source : A.K. Cairncross, *Home and Foreign Investment*, Cambridge, 1954

De même la balance des paiements courants en valeur du principal pays exportateur de capitaux était stabilisée par le mouvement alterné de ses éléments prix et volume. Il n'y avait pas de déséquilibre structurel cumulatif comme l'est le déficit chronique américain de nos jours. La conséquence financière de ce schéma réel balancé était une grande stabilité du marché à long terme du capital. Un flux permanent d'épargne dans les pays industriels

était absorbé soit par l'investissement intérieur, soit par les émissions obligataires des zones de peuplement. Il s'ensuit que le taux d'intérêt à long terme était un repère très stable qui garantissait l'horizon long des investisseurs. Le tableau II2 illustre l'énorme différence entre cette stabilité et l'instabilité de la finance contemporaine.

- Il découle de cette stabilité systémique que le cycle financier était étroitement corrélé au cycle industriel des affaires. L'universalité de l'étalon-or entraînait un synchronisme de ce cycle de court terme. C'est dans ce processus que les prix fluctuaient. Des phases courtes, inflationnistes et déflationnistes prononcées, se superposaient à la tendance de baisse des prix à long terme.

Tableau II2 : Volatilité mensuelle des taux d'intérêt nominaux

Epoques	Royaume-Uni		France		Etats-Unis	
	LT	CT	LT	CT	LT	CT
Etalon-or						
1880-1895	0,13	1,10	0,31	0,65	0,29	2,43
1896-1913	0,26	1,11	0,14	0,69	0,28	2,68
Libéralisation financière contemporaine						
1980-1990	1,87	2,24	2,64	2,82	2,20	3,26
1991-1999	1,16	2,20	1,35	2,64	0,98	1,36

Source : R. Contamin, *Transformations des structures financières et crises*, Thèse Paris X, 2000.

II12. L'ordre monétaire et le paradoxe des prix

Le tableau II2 montre que les taux nominaux longs (pas les taux réels) avaient une stabilité à toute épreuve. En outre, les corrélations entre taux nominaux et prix étaient complètement inversées par rapport à ce qu'on a constaté dans la globalisation financière contemporaine (tableau II3).

Tableau II3 : Corrélation entre taux nominaux à long terme et mesure des prix

Epoques	Niveau des prix	Inflation courante	Inflation passée (1)
Etalon-or			
1880-1895	++	0	-
1896-1913	++	0	+
Libéralisation financière contemporaine			
1980-1990	--	+	++
1991-1999	--	++	++
Moyenne mobile 10 ans ; +- significatif à 10% ; -- ++ significatif à 5%			

Source : R. Contamin, *Transformations des structures financières et crises*, Thèse Paris X, 2000

Selon Fisher les taux d'intérêt nominaux devraient être bas lorsque les prix sont hauts (et inversement) puisque les agents anticipent rationnellement une baisse (une hausse) future. C'est bien ce qu'on constate à l'époque contemporaine, mais pas sous l'étalon-or (paradoxe de Gibson). On constate en même temps une insensibilité totale à l'inflation courante et une faible dépendance à l'inflation passée. Cela signifie que les anticipations de prix étaient stationnaires.

La confiance dans l'unité de compte était telle que les agents se comportaient comme si les prix étaient parfaitement stables. Cela est compatible avec le constat de l'ancrage des taux nominaux longs. L'horizon des investissements était éloigné, la hausse des prix dans la phase ascendante du risque de court terme était compensée par une baisse dans la phase descendante.

- Dans ces conditions le cycle industriel de court terme provoquait des enchaînements mécaniques déclenchés par l'interaction entre le crédit court et le financement des stocks. L'emballlement puis le retournement du crédit modelaient le cycle de la production industrielle, des prix et des salaires selon la célèbre périodicité décennale. Aucune logique auto-référentielle des anticipations ne se manifestait dans les comportements privés.
- En particulier les salaires nominaux fluctuaient avec l'état du marché du travail sans qu'aucune indexation sur les prix ne soit décelable. Les prix et les coûts variaient donc de manière étroitement cocyclique avec la production industrielle. Le retournement du crédit déclenchait toujours des faillites et de fortes tensions sur la liquidité du fait de la contrainte de convertibilité attachée à l'étalon-or. Mais les stabilisateurs de long terme évoqués ci-dessus tiraient les économies hors de la phase récessive.

II2. Effondrement financier et déflation de crise dans la grande dépression

- La Première Guerre Mondiale a transformé irréversiblement les systèmes financiers. La dette publique est devenue l'actif financier le plus important. La consolidation ou l'extinction des dettes de guerre a été un enjeu crucial des conflits politiques dans les principaux pays belligérants (l'Allemagne et la France). L'inflation de l'immédiat après-guerre a posé des problèmes à la politique monétaire qui n'étaient pas que transitoires. Car les stabilisateurs de long terme qui liaient l'expansion internationale des capitaux et les migrations de main d'œuvre ont disparu.
- Les marchés du travail se sont fermés au sein des frontières nationales et ont été traversés par des conflits de répartition qui reflétaient les bouleversements sociaux issus de la guerre. Dans ces conditions on comprend que l'ordre monétaire international a été disloqué. Mais son idéologie a persisté parmi les élites dirigeantes et les milieux financiers. Les efforts de restrictions monétaires féroces pour le restaurer ont inoculé de puissantes forces déflationnistes dès le milieu des années 1920. En dépit des mises en garde de Keynes, l'erreur cardinale du rétablissement de l'étalon-or à son cours de 1913 par le Royaume-Uni en 1925 a semé les germes du fractionnement des espaces monétaires dans les années 1930.

En effet, le Royaume-Uni est devenu dépendant des capitaux flottants pour garantir le rôle pivot de la livre sterling dans le système monétaire international. Car la surévaluation de la livre rendait la balance courante vulnérable aux tensions sur la politique économique provoquées par la détérioration du marché du travail. La dépendance de la monnaie vis-à-vis des pressions spéculatives nourries par les arbitrages de politique économique, phénomène inconnu sous l'étalon-or classique, était devenue le trait dominant des relations internationales. Toutes les tentatives pour passer d'un ordre monétaire automatique à un ordre monétaire géré, qui avaient débuté à la Conférence de Gênes en 1922, échouèrent. L'égoïsme national américain, amplifié par l'inexpérience internationale du Board de la Fed à Washington, ne fut tempéré

que par les efforts de coopération de Benjamin Strong, le président de la Fed de New York. A la mort de ce dernier en 1927, il n'existait plus aucun contrepoids à une politique monétaire américaine qui reflétait le champ clos des rivalités régionales.

- Car les Etats-Unis étaient secoués dans les années 1920 par des bouleversements économiques. La révolution automobile provoqua une première vague d'euphorie qui culmina dans la spéculation immobilière de Floride en 1924. L'éclatement de la bulle immobilière révéla les limites de la demande solvable des marchés de consommation. Dès 1926 les prix industriels commencèrent à baisser, aggravant la pression déflationniste venant des marchés agricoles qui avaient amorcé leur baisse mondiale. Dans ces conditions la spéculation financière amorcée à Wall Street à la fin de l'année 1927 par le retour de capitaux flottants venant d'Europe centrale avait la nature d'une bulle détachée des fondamentaux économiques. On sait que cette bulle spéculative, financée par des leviers de crédit énormes et amplifiée par la formation des holdings financières pyramidales, éclata en octobre 1929. Mais on ne savait pas à ce moment là qu'elle allait entraîner l'économie américaine et une large part de l'économie mondiale dans la ruine.

II21. Les liens entre la déflation et les faillites bancaires

- On connaît l'analyse célèbre de Friedman et Schwartz qui impute la déflation à des causes monétaires et celles-ci aux erreurs et à l'aveuglement de la politique monétaire exclusivement. Mais cette interprétation ne fait pas justice des faits. D'abord la production et les prix ont baissé beaucoup plus que la masse monétaire sur l'ensemble de la période 1929-1933. Outre que cette observation est difficile à réconcilier avec la théorie quantitative de la monnaie à moyen terme, la masse monétaire réelle a beaucoup augmenté. Puisque la demande réelle de monnaie est stable selon cette théorie, l'effet Pigou aurait dû jouer. L'augmentation des encaisses réelles aurait dû être largement suffisante pour relancer la dépense des ménages et sortir l'économie de la déflation. Il faut donc d'abord comprendre quelles sont les forces qui ont fait de la déflation un processus auto-entretenu, dont seule la politique d'intervention publique du New Deal a pu venir à bout. Il faut ensuite élaborer la théorie qui puisse rendre compte de ce processus.

- Dans une étude remarquable, Bernanke a mis en évidence la corrélation entre la déflation macro-économique (baisse simultanée de la production et du niveau des prix) et les vagues de faillites bancaires. La première vague en novembre-décembre 1930 balaya la stabilisation amorcée au printemps 1930. La deuxième se produisit dans la panique mondiale qui suivit la faillite du Credit Anstalt de Vienne en mai 1931, puis l'attaque sur la livre sterling entre juin et septembre. Elle accentua l'effondrement de la production. La troisième dans l'hiver 1932-33 fut conclue par le Bank Holiday de mars 1933 qui coïncida avec le point bas de la dépression.

Les faillites furent massives et concentrées sur les banques commerciales : 5,6% des banques firent faillite en 1930, 10,5% en 1931, 7,8% en 1932, 12,9% en 1933. Après les consolidations du Bank Holiday, la moitié des banques existant en 1929 avaient disparu. Les faillites bancaires interagirent étroitement avec celles de leurs débiteurs. Celles-ci entraînèrent la baisse des revenus nominaux et des prix, laquelle accrut les charges financières selon le cercle vicieux décrit par Irving Fisher dans sa célèbre théorie, de la « debt deflation ».

Globalement le service de la dette rapporté au revenu national passa de 9% en 1929 à 20% en 1933. Les prix des actifs s'effondrèrent sur tous les marchés privés et la crise d'endettement fut généralisée. Ainsi, au début de 1933, 50% des propriétés immobilières résidentielles étaient hypothéquées, 45% des firmes agricoles étaient en cessation de paiements, ainsi que 3 états et 37 villes de plus de 30.000 habitants. Enfin le profit global après impôts de l'ensemble des sociétés privées fut négatif toutes les années entre 1930 et 1933 incluses. L'ampleur de l'insolvabilité n'était pas seulement due à la déflation. C'était une combinaison de celle-ci et du surendettement des années 1920.

- Ce qu'il faut bien comprendre c'est que la première crise bancaire de novembre-décembre 1930 changea la nature de la récession. Jusqu'à cette époque le retournement boursier de l'automne 1929 avait provoqué une récession sévère de l'ampleur de celle de 1920-21. Sur base 100 en moyenne des années 1935-39, la production industrielle était à l'indice 114 en août 1929. Elle est tombée à 85 en octobre 1930. Au lieu de la vive reprise que les économistes attendaient, la première crise bancaire induisit un *credit crunch* qui entraîna la stagnation. En mai 1931, à l'orée de la deuxième panique bancaire de l'été 1931, l'indice était à 80. La deuxième panique fit s'effondrer la production qui plongea à l'indice 68 en octobre 1931. Un début de reprise un an plus tard fut étouffé par la troisième crise bancaire. En mars 1933 la production industrielle atteignit son point bas à l'indice 53. Les mesures drastiques du Bank Holiday mirent un terme à l'inquiétude sur la viabilité des banques qui substituaient et réduisirent les charges des dettes. La production industrielle se redressa jusqu'à 1937.

La crise a changé de nature à cause du *credit crunch*. Chaque vague de faillites bancaires s'est accompagnée d'une contraction du crédit. Contrairement à l'assertion de Friedman et Schwartz, ces contractions n'ont pas reflété fidèlement la destruction des dépôts. Le ratio prêts/dépôts n'a cessé de décroître parce que les banques ont cherché à capter tous les actifs liquides disponibles. Le ratio est passé de 0,86 en octobre 1929 à 0,80 en septembre 1930, 0,71 en mai 1931 pour atteindre le point bas de 0,57 en janvier 1933. Ainsi les liquidités se sont accumulées sans nourrir de nouveaux prêts.

Un autre indicateur de la défiance généralisée des banques à l'égard de la solvabilité des emprunteurs est fourni par le *spread* moyen des effets privés sur les bons du Trésor de même durée. Bien qu'il sous-estime l'importance des écarts entre catégories extrêmes de risque, cet indicateur est passé de 2,3% à la mi-1929 à 8% à la mi-1932. Par comparaison, il n'est jamais monté au-dessus de 3,5% lors de la sévère récession de 1920-21. Cet élargissement des spreads a coïncidé avec les crises bancaires.

II22. Enseignements théoriques de la propagation de la crise financière à l'économie

- En premier lieu, l'auto-entretien de la récession et de la déflation valide les hypothèses keynésiennes. Il n'est aucunement besoin de supposer des prix rigides pour obtenir un équilibre de sous-emploi. L'effet expansionniste de l'augmentation de la masse monétaire réelle est contrecarré par l'influence dépressive de l'accroissement des dettes réelles et par la hausse des taux d'intérêt réels qui incorpore les risques d'insolvabilité. La hausse de la demande réelle de monnaie en déflation est la contrepartie de l'augmentation de la dette réelle. En outre, l'effet Pigou suppose que la dépense de consommation

dépende de la richesse du fait du lissage intertemporel des dépenses effectuées par les ménages. Mais ce lissage suppose que les actifs non monétaires soient liquides. Cela est évidemment faux dans un environnement de détresse financière. Lorsque le risque d'insolvabilité est répandu et que les marchés d'actifs sont paralysés par les ventes de détresse, la consommation dépend essentiellement du revenu courant. Le fléchissement initial du revenu, découlant de la baisse de la rentabilité anticipée du capital et de la hausse de son coût lorsque la bourse se retourne, se propage par le processus multiplicateur dans lequel les secteurs des biens durables sont les chaînons privilégiés. L'équilibre de dépression a d'autant plus de chance de s'établir que les coûts des faillites sont élevés (*credit crunch*), que les marchés d'actifs deviennent illiquides par disparition des contreparties, qu'une part importante des dettes nominales est à taux fixes.

- En second lieu, l'observation du fait que les faillites bancaires ont un effet dépressif bien au-delà de la contraction monétaire qu'elles induisent, résulte de l'augmentation du coût réel de l'intermédiation financière. Comme on le perçoit aussi au Japon depuis 1995, la paralysie de l'intermédiation élève la préférence pour la liquidité et empêche les emprunteurs potentiels qui n'ont pas de substitut aux banques d'obtenir des crédits nouveaux. L'étranglement du crédit est décisif dans la transformation d'une récession sévère en dépression catastrophique.

On a vu plus haut, en effet, que la préférence pour la liquidité n'a pas seulement concerné les agents non financiers, mais surtout les banques. Leurs réserves excédentaires n'ont cessé d'augmenter par rapport aux dépôts. Hormis les réserves, elles ne cherchaient que des actifs négociables très liquides. La montée du coût de l'intermédiation est donc liée au rétrécissement du rôle des banques, suite à l'élévation du coût des faillites de leurs débiteurs avec la disparition des collatéraux dont la valeur s'était effondrée. Dans ces conditions la meilleure stratégie est de ne pas prêter. La sélection adverse était devenue telle que des secteurs entiers du crédit disparurent complètement. C'est ainsi que les prêts hypothécaires cessèrent d'être offerts.

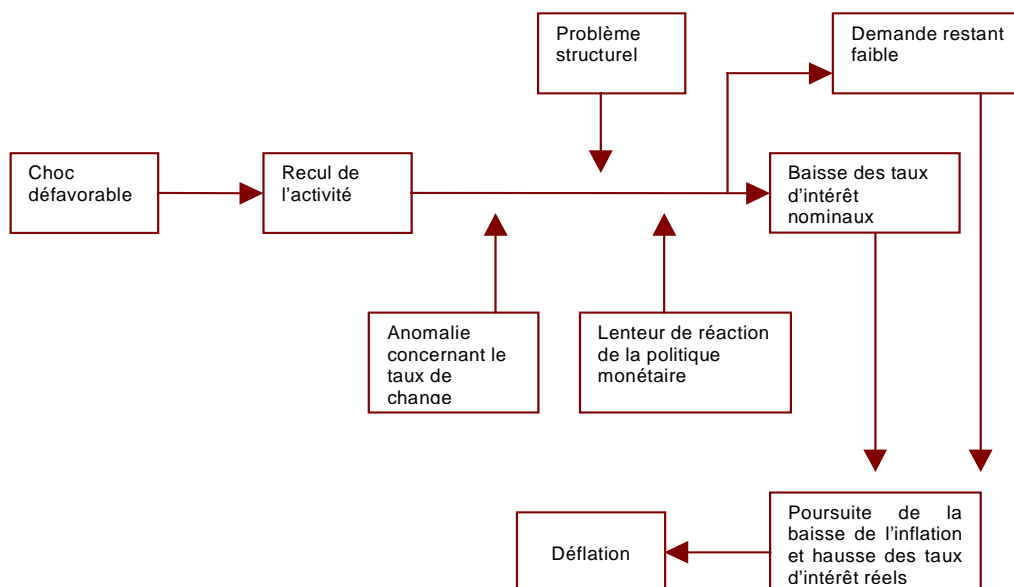
- Dans ces conditions la baisse du taux d'intérêt monétaire ne peut avoir aucun effet positif sur la demande effective. Considérons une économie globale à trois marchés concourant à l'équilibre macro-économique : le crédit, la monnaie et les biens et services. La détérioration du marché du crédit sous l'effet des faillites bancaires s'exprime par une très forte contraction de l'offre de crédit et une très vive hausse du *spread* moyen sur le taux des titres sans risque. L'augmentation de la préférence pour la liquidité crée une forte élévation de la demande de monnaie. Il s'ensuit que la courbe représentant l'équilibre du marché de la monnaie se déplace vers la gauche. La courbe qui combine l'équilibre du marché du crédit et celui des biens se déplace fortement vers le bas. Le résultat est une baisse du taux d'intérêt sur les titres sans risque et un effondrement de la production.

III – Enchaînements déflationnistes et réponses de politique économique (Patrick Artus)

Pour qu'une déflation apparaisse comme le montrent les exemples du Japon, de l'Allemagne, de Hong Kong et de l'Argentine, il faut naturellement un choc défavorable. Mais celui-ci doit être associé à une politique de change et à une politique monétaire inadaptées qui amplifient le recul de l'activité et des prix, et à des problèmes structurels qui empêchent l'ajustement de l'économie après le choc. On obtient alors un recul des prix, de l'activité, des prix d'actifs avec des taux d'intérêt réels bien trop élevés. La déflation résulte donc essentiellement d'erreurs dans les politiques et stratégies économiques.

III1. Comment arrive-t-on en déflation ?

Nous allons essayer, en prenant quatre exemples, Japon, Allemagne, Hong Kong, et Argentine, de valider l'enchaînement repris dans le tableau III1 :



- Redéfinissons d'abord la déflation : c'est une situation où la baisse de l'inflation freine la demande de biens et la production. C'est un point important : la baisse des prix normalement stimule la demande, ce qui est le principe du rééquilibrage concurrentiel. Pour que la baisse des prix réduise la demande ou la production, il faut un mécanisme additionnel. Le plus fréquent est la rigidité des taux d'intérêt nominaux ; la baisse de l'inflation fait alors monter les taux d'intérêt réels et les taux d'endettement réels, d'où le recul de la demande. Ceci montre aussi que, pour que la déflation apparaisse, il faut que les baisses de taux d'intérêt antérieures n'aient pas réussi à faire repartir la demande, donc qu'elles aient été probablement trop tardives, et qu'au moment où les taux nominaux arrivent à un plancher incompressible, l'économie est encore déprimée.

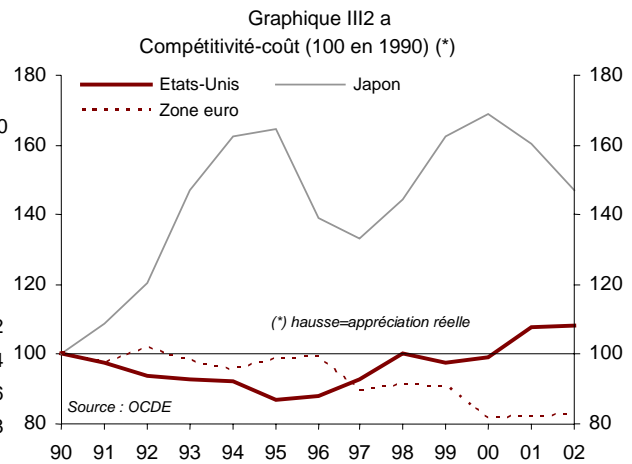
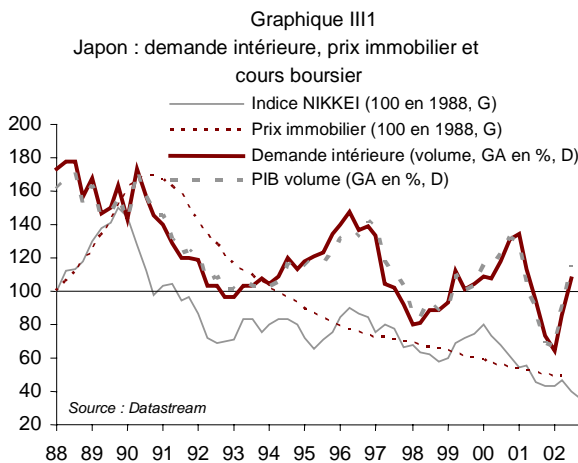
- Nous verrons aussi apparaître trois caractéristiques supplémentaires systématiques des cas de déflation :
 - un régime de change ou une parité inadaptés ;
 - un choc qui déclenche le processus déflationniste ;
 - un problème structurel qui empêche l'économie de s'ajuster et d'éviter la déflation.

III11. L'enchaînement au Japon

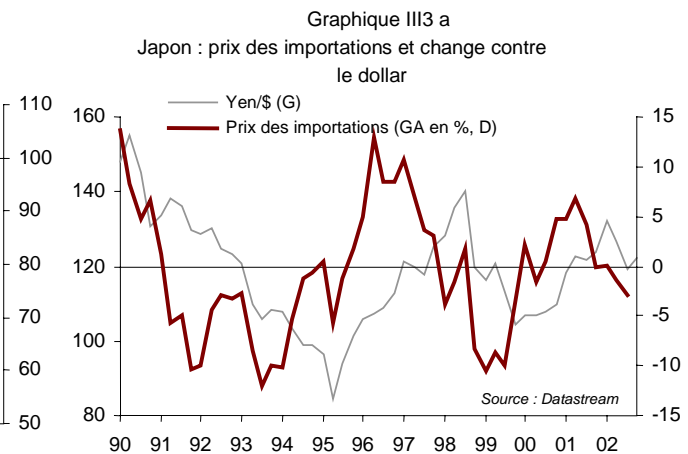
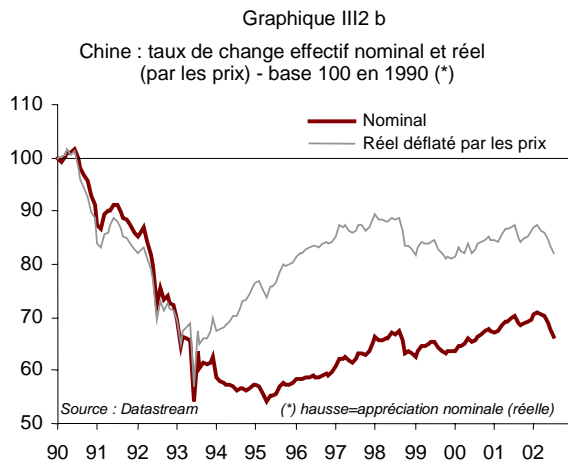
Les éléments constitutifs du mécanisme déflationniste dans le cas du Japon sont au nombre de quatre.

- Un choc patrimonial, portant sur les actions et l'immobilier, au début des années 1990, qui déclenche le recul de la demande.

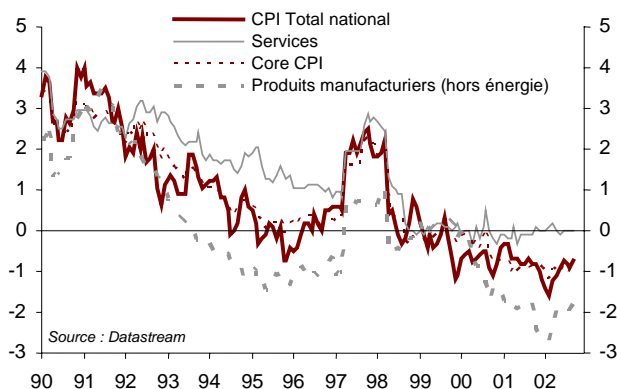
Le graphique III1 montre que c'est le retournement boursier qui déclenche celui de la demande intérieure, puis celui des prix de l'immobilier.



- Surévaluation du yen par rapport aux autres monnaies d'Asie (yuan chinois en particulier) qu'aggrave le recul de l'inflation en impliquant une baisse du prix des importations. Depuis 1990, la compétitivité-coût du Japon se dégrade de 40 % par rapport aux Etats-Unis, de 60 % par rapport à la zone euro (graphique III2a) alors que le taux de change effectif réel du yuan chinois se déprécie de près de 20 % (graphique III2 b). De ce fait, à l'exception de la période 1996-début 1997 et fin 2000-début 2001, les prix d'importations reculent tirant vers le bas les prix industriels (sauf en 1997 avec la hausse de la TVA) et l'indice global des prix (graphiques III3 a – b).

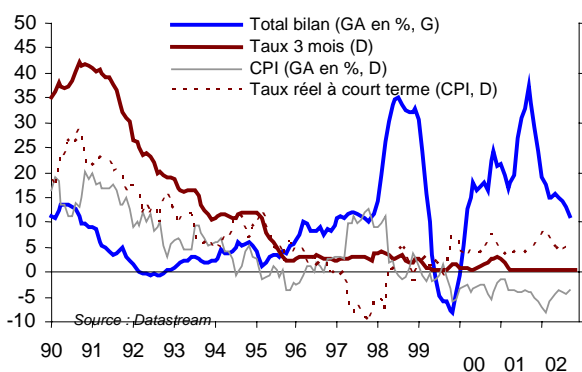


Graphique III3 b
Japon : taux d'inflation (GA en %)

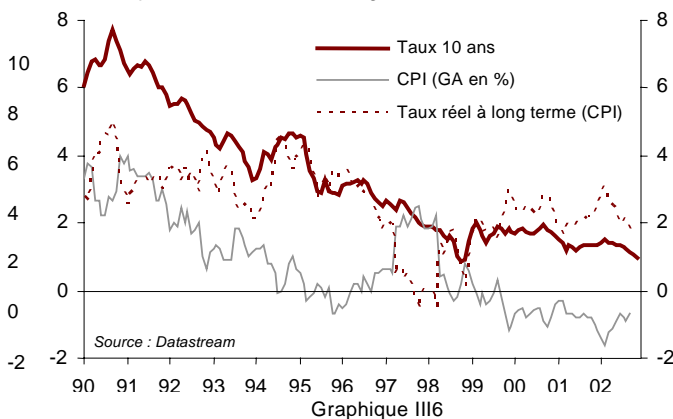


- Une réaction très tardive (1995 – 1997) de la banque du Japon au choc patrimonial. Le taux court n'est réduit vraiment qu'à fin de 1995, la base monétaire accrue réellement qu'en 1997 (graphique III4a). De ce fait, l'activité réelle est encore très faible quand le taux court arrive au niveau incompressible (0 %) ; à partir de ce point, la poursuite du recul de l'inflation fait monter les taux d'intérêt réels, dans la déflation (graphique III4 b).
- Les problèmes structurels sont nombreux : incapacité à restructurer les secteurs sous productifs (construction, distribution, industrie traditionnelle, agriculture) ; inefficacité des investissements publics (infrastructures inutiles) mais surtout, fragilité des banques, en raison des pertes sur leurs portefeuilles d'actifs, de l'absence de provisionnement des créances douteuses, du maintien des lignes de crédit à des entreprises en difficulté... Il en résulte un recul continu du crédit bancaire aux entreprises (graphique III5) et l'inefficacité de la politique monétaire, puisque les injections de liquidité de la banque du Japon ne peuvent être utilisées pour acquérir des actifs sans risque (emprunts d'État, graphique III6). La déflation ne peut plus être corrigée par la politique monétaire.

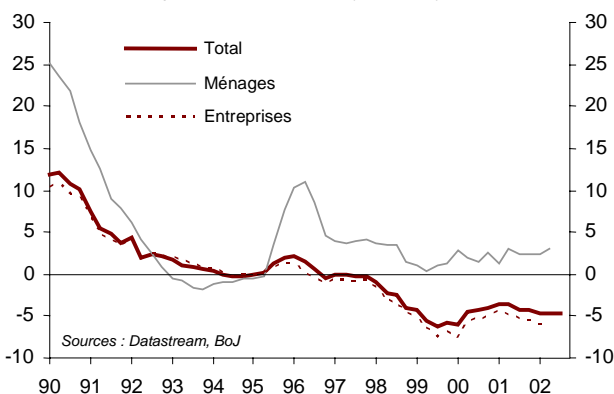
Graphique III4 a
Japon : taux d'intérêt de court terme, inflation et base monétaire



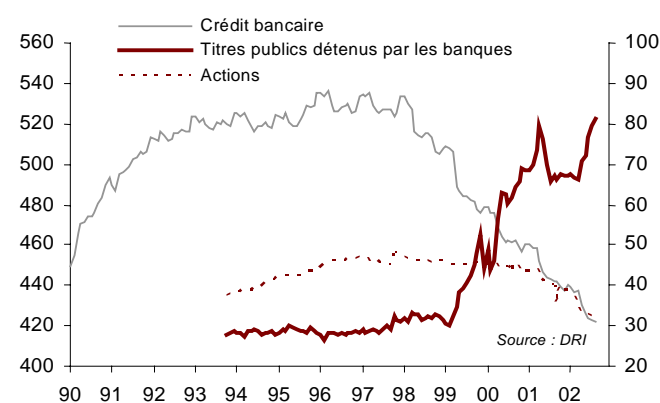
Graphique III4 b
Japon : taux d'intérêt de long terme et inflation



Graphique III5
Japon : crédit bancaire (GA en %)

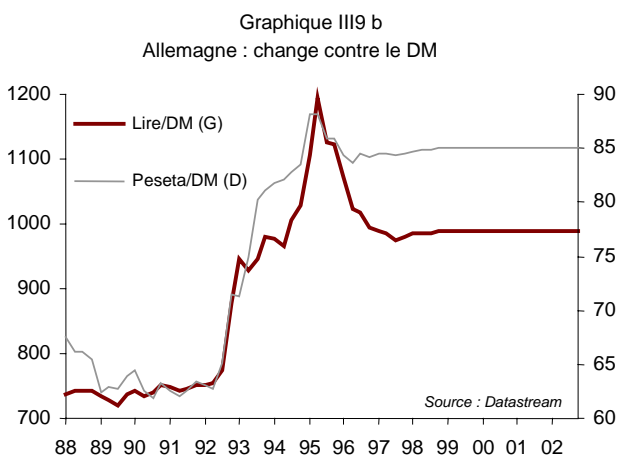
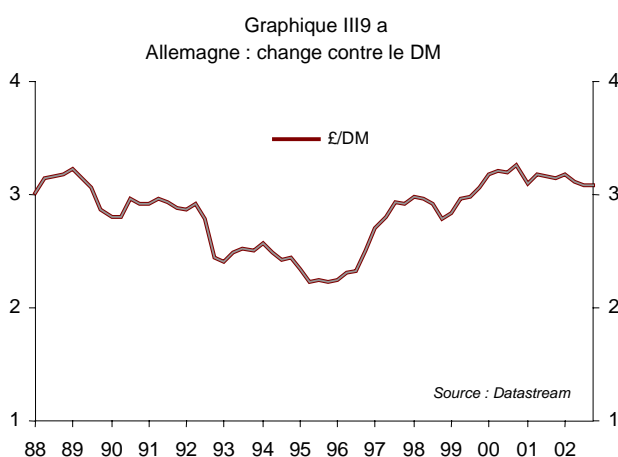
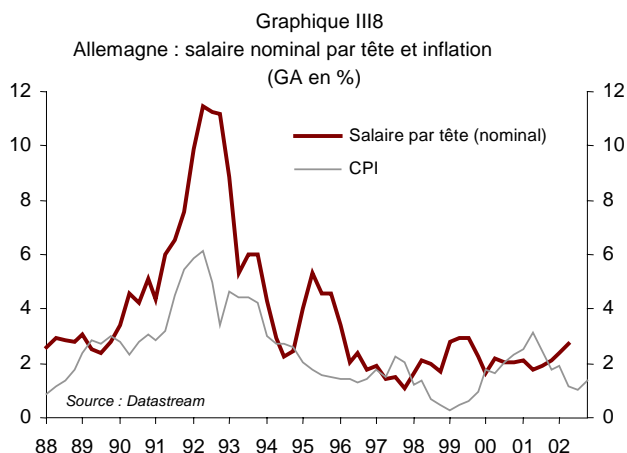
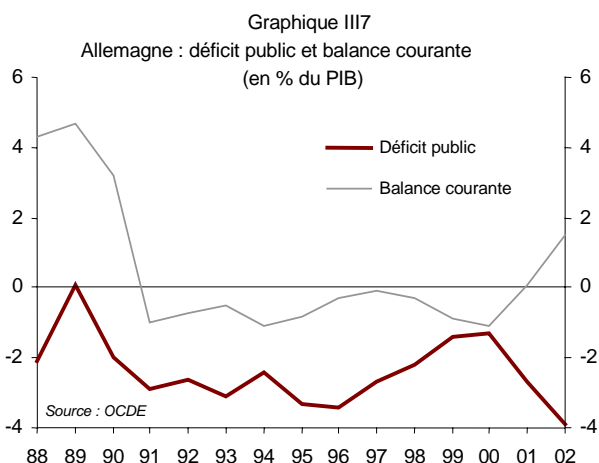


Graphique III6
Japon : actif des banques (trillions de Yen)



III12. L'Allemagne

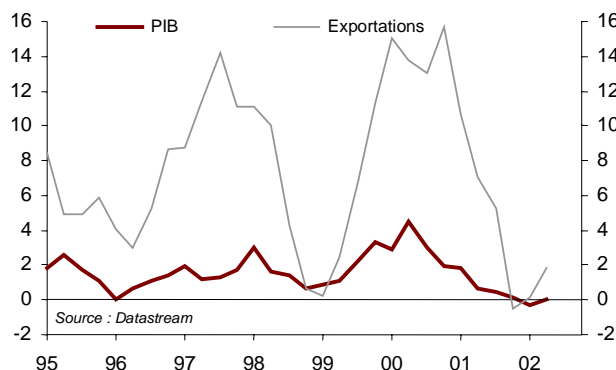
▪ L'Allemagne a subi un double choc : au début des années 1990, la réunification qui dégrade les finances publiques et les comptes extérieurs (graphique III7) fait monter les coûts salariaux (graphique III8), et provoque la crise du SME avec les dévaluations de la lire, peseta et livre sterling (graphiques III9 a – b).



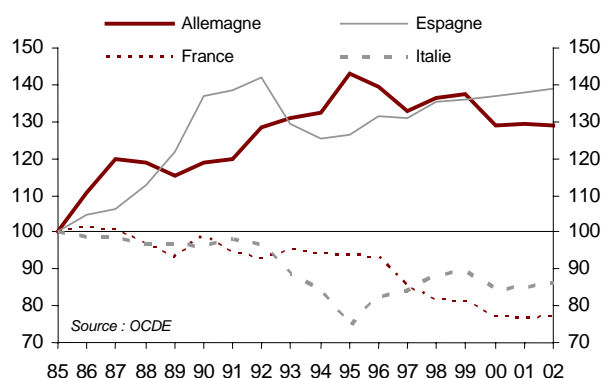
Puis en 2000 – 2001, l'Allemagne dont l'économie est très corrélée au cycle mondial, subit la stagnation du commerce mondial. Le graphique III10 montre le lien évident entre les exportations et le PIB en Allemagne, le recul des exportations en 2001 – 2002.

▪ Ceci conduit l'Allemagne à entrer dans l'Union Monétaire en 1999 avec une monnaie considérablement surévaluée par rapport aux autres pays de la zone euro, surtout la France et l'Italie (graphique III11). Une fois cette erreur de parité d'entrée faite, la seule solution pour regagner la compétitivité est d'avoir une inflation et une hausse des coûts plus faible que dans les autres pays de la zone, ce qui s'obtient par la faiblesse de l'économie et la dégradation du marché du travail, donc de manière extrêmement pénible et lente. Les graphiques III12 et III13 montrent les écarts considérables de croissance et de progression de l'emploi entre l'Allemagne et le reste de la zone euro, qui permettent que l'Allemagne ait une inflation et une progression des coûts plus faibles que dans les autres pays (graphiques III14 – III15).

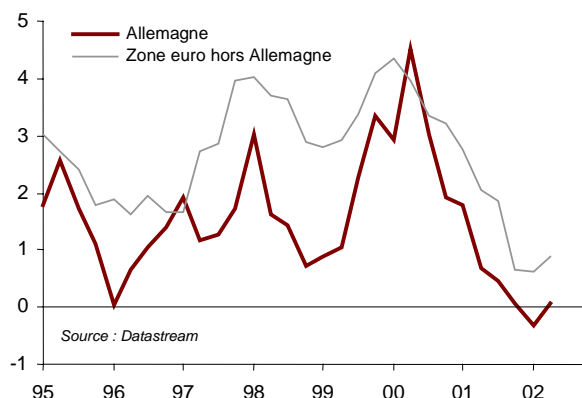
Graphique III10
 Allemagne : exportations et croissance du PIB
 (volume, GA en %)



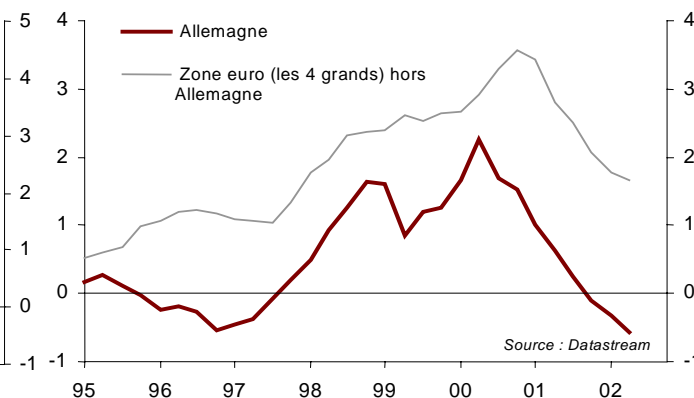
Graphique III11
 Compétitivité coût (100 en 1985)



Graphique III12
 PIB (volume, GA en %)



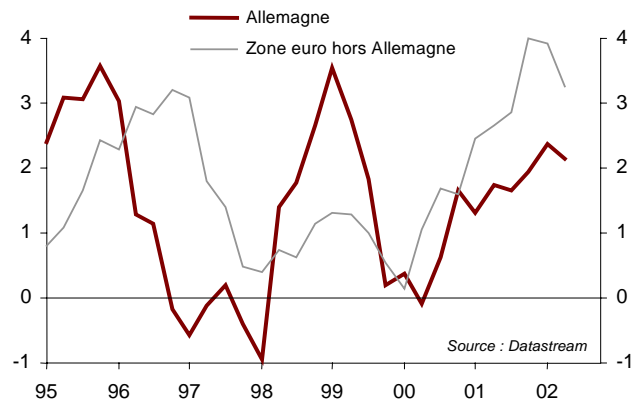
Graphique III13
 Emploi (GA en %)



Graphique III14
 Inflation (GA en %)

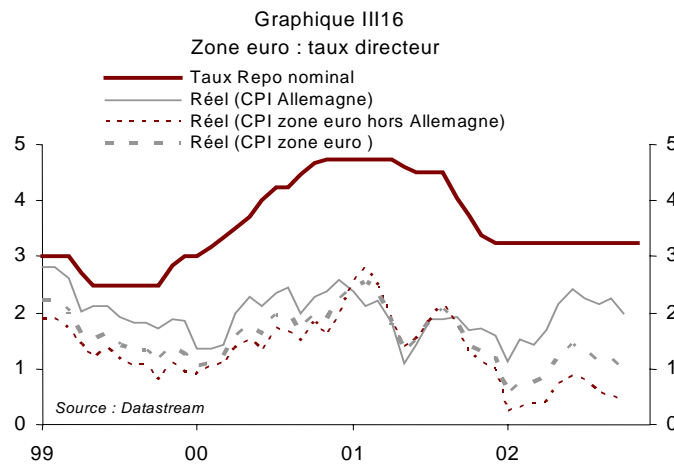


Graphique III15
 Coût salarial unitaire (GA en %)



- Les problèmes structurels qui aggravent la situation sont multiples dans le cas allemand : faiblesse des banques privées, dont les marges sont faibles, la part de marché dans la banque de détail petite (ces banques n'ont pas su, comme au Japon compenser à temps les lignes de crédit aux entreprises en difficulté) absence d'incitation à retourner sur le marché du travail, avec des indemnités de chômage et un revenu minimum très élevés par rapport aux revenus d'activité.
- La politique monétaire, enfin ne peut pas réagir suffisamment à l'évolution de la situation allemande non pas, comme au Japon, en raison de la lenteur de

réaction de la banque centrale, mais parce qu'elle est adaptée à la situation de l'ensemble de la zone euro et pas seulement à celle de l'Allemagne. Le graphique III16 montre que le taux repo réel est de moins de ½ % pour la zone euro, hors Allemagne, de 2 % pour l'Allemagne.

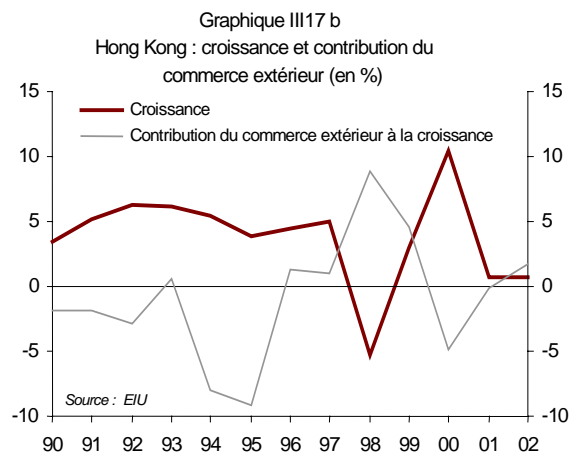
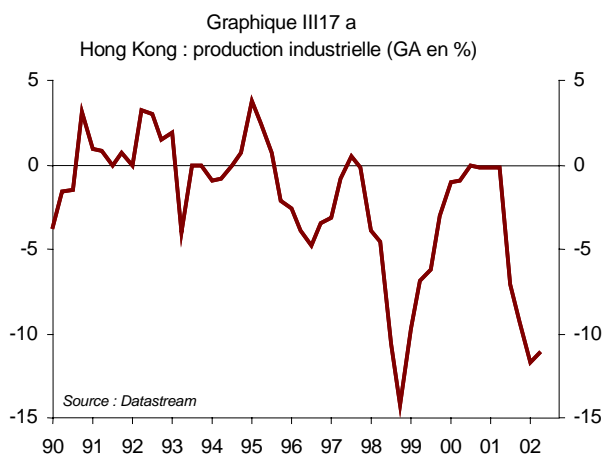


Tout ceci conduit bien à une dynamique déflationniste : la faiblesse de la demande intérieure fait reculer l'inflation, ce qui est amplifié par la surévaluation réelle. Les taux d'intérêt nominaux étant ceux de la zone euro et pas ceux de l'Allemagne, la baisse de l'inflation fait monter les taux d'intérêt réels et freine encore la demande, ce qui est bien la définition de la déflation.

III13. Hong Kong

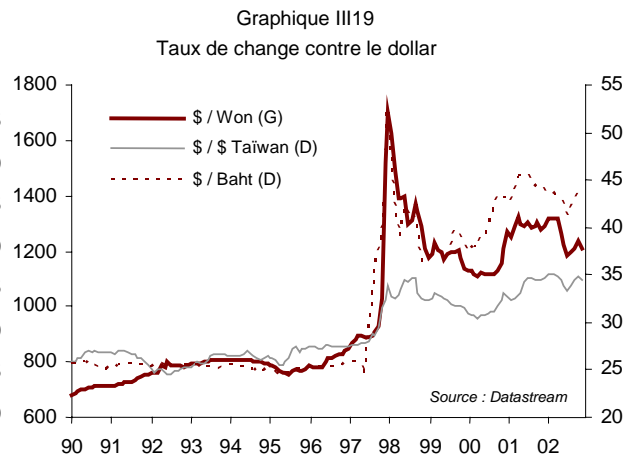
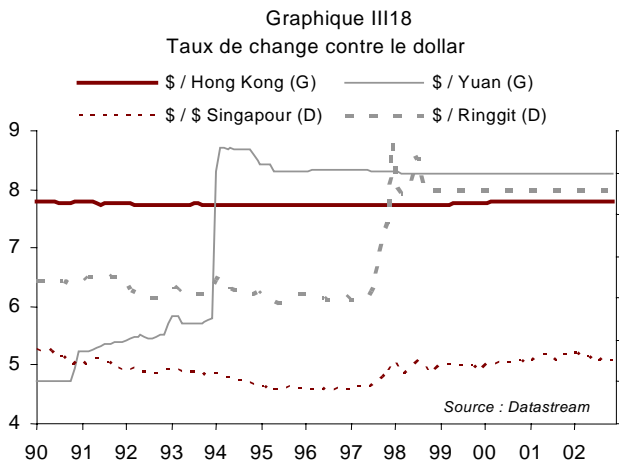
Le choc subi par Hong Kong est la concurrence de la Chine (*Mainland*) avec ces coûts salariaux beaucoup plus faibles qu'entraînent la délocalisation des activités productives. Hong Kong n'assure plus que l'expédition et la commercialisation des produits fabriqués en Chine.

Depuis 1995, la production industrielle de Hong Kong recule (graphique III17 a). En dehors de 1998 – 1999, années de récession, la contribution du commerce extérieur à la croissance est le plus souvent négative (graphique III17 b). En 2001 – 2002, la croissance est presque nulle.



Le choix du currency board basé sur le dollar a entraîné une dégradation constante de la compétitivité de Hong Kong vis-à-vis des autres pays asiatiques, dont les monnaies se sont affaiblies par rapport au dollar, pour la

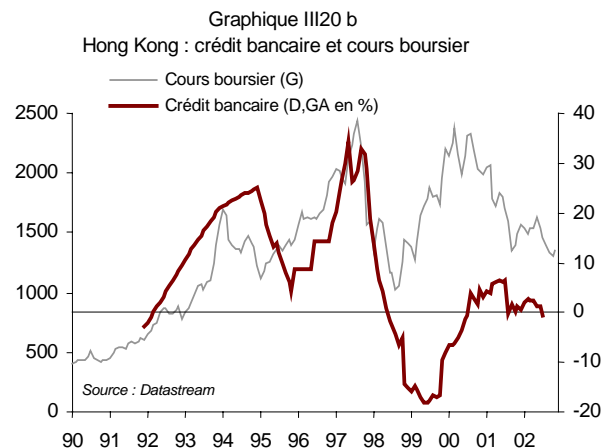
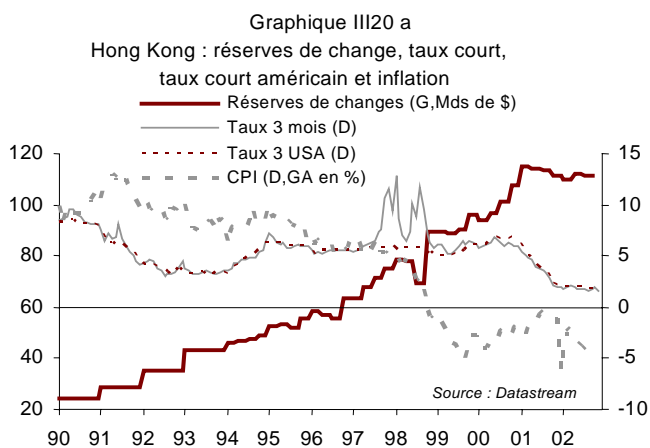
Chine en 1994-1995, pour les autres pays après la crise de 1997-1998 (graphiques III18 – III19).



- La politique monétaire ne lutte pas contre les tendances déflationnistes, elle les aggrave au contraire dans la logique du currency board. Lorsque le dollar Hong Kong risque de faiblir (déficit extérieur, sorties de capitaux, contagion dans les crises des émergents...), la politique monétaire devient très restrictive pour stabiliser la devise et les réserves de change. Ceci implique recul du crédit, des salaires, des prix d'actifs.

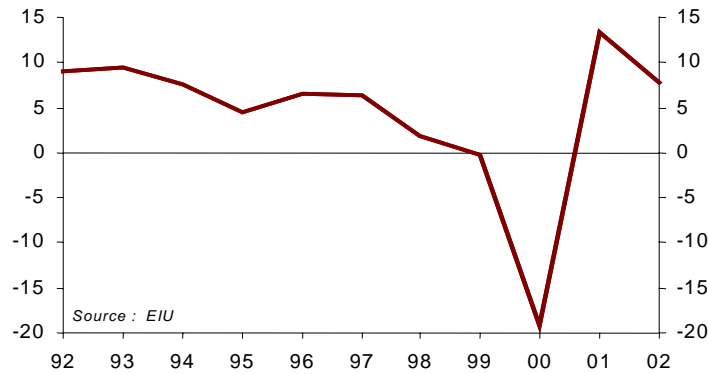
Le graphique III20 a montre une stagnation ou une diminution des réserves de change en 1998 et au début de 1999, à partir du début de 2001. Pour chaque occasion, on voit un recul du crédit bancaire (graphique III20 b), une violente chute de la bourse. Les salaires ont chuté de 20 % en 2000 (graphique III20 c). Ceci vient de l'évolution des taux d'intérêt réels : pour les taux courts 10 % en 1998, 6 % à l'automne 2002 (voir graphique III20 a).

- Les problèmes structurels de Hong Kong viennent d'abord, on l'a évoqué, d'un problème de spécialisation économique : quels sont les avantages comparatifs de Hong Kong en ce qui concerne la production, le transport... ? Il reste sans doute un avantage technologique, la présence du capital, les services financiers. L'autre problème est l'effet patrimonial très important qui part des prix des maisons : lorsque l'économie ralentit, les prix de l'immobilier chutent, ce qui amplifie le recul de la demande.



On a donc une configuration assez similaire à celle de l'Allemagne : recul de l'activité en raison d'un choc, surévaluation réelle, d'où déclenchement d'une inflation négative (à Hong Kong), politique monétaire n'accommodant pas le recul des différents prix, hausse des taux d'intérêt réels.

Graphique III20 c
Hong Kong : salaire moyen (en %)

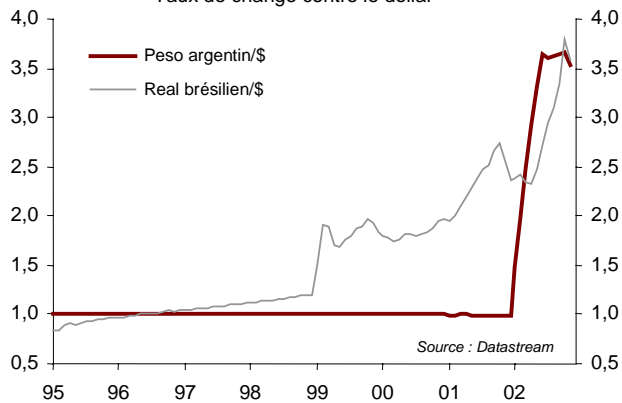


III14. l'Argentine

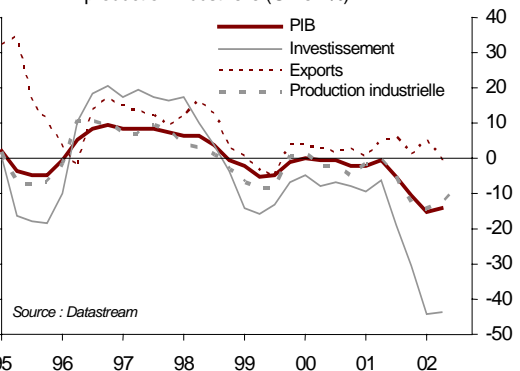
Le choc essentiel en Argentine (graphique III21) a été la dévaluation du real brésilien à la fin de 1998, qui a dégradé brutalement la compétitivité et l'attractivité de l'Argentine.

La production industrielle, le PIB et l'investissement reculent depuis la fin de 1998 (graphique III22), la balance courante est déficitaire jusqu'à la crise de change de 2001, déclenchée par la perte des réserves (graphique III23).

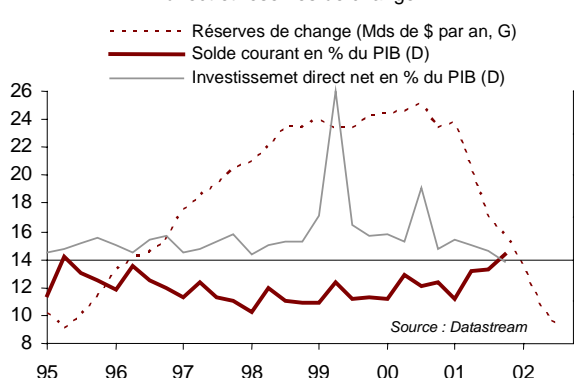
Graphique III21
Taux de change contre le dollar



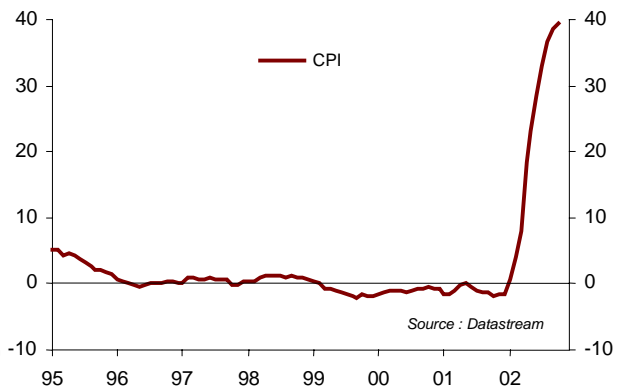
Graphique III22
Argentine : PIB, investissement, exports et production industrielle (GA en %)



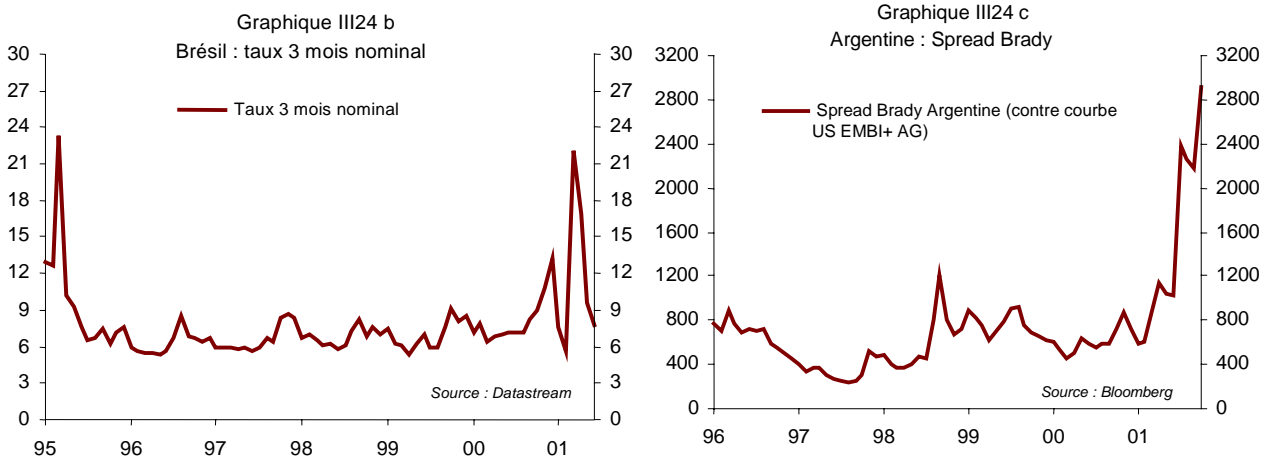
Graphique III23
Argentine : solde courant, investissement direct et réserves de change



Graphique III24 a
Argentine : taux d'inflation (GA en %)

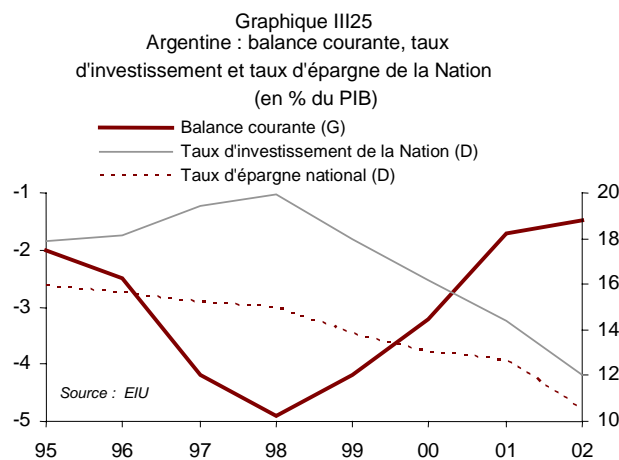


- Après la dévaluation du real, le maintien du *currency board* vis-à-vis du dollar a été évidemment une erreur considérable. Il ne pouvait alors y avoir que ralentissement de l'économie, dégradation du commerce extérieur et des finances publiques, recul des prix avec la surévaluation. L'inflation est négative à partir du début de 1999 et jusqu'à la crise de 2001 (graphique III24a).
- La politique monétaire était alors contrainte à défendre la parité surévaluée. Le taux d'intérêt réel est beaucoup trop élevé (autour de 9 %, graphique III24 b), le spread Brady monte de 400 à 1 000 points de base, avant d'exploser durant la crise de 2001 (graphique III24 c).



Les deux problèmes structurels essentiels de l'Argentine sont :

- la dollarisation de fait, le *currency board* était associé à une situation où 80 % des actifs et des dettes étaient libellés en dollars. Ceci le rendait irréversible, et au moment de la chute de la parité, entraînait la ruine soit des prêteurs (conversion des dettes en pesos), soit des emprunteurs (maintien des dettes en dollars),
- l'insuffisance chronique d'épargne par rapport aux besoins d'investisseurs pour qu'il y ait rattrapage. Même avec un taux d'investissement modeste, l'insuffisance d'épargne entraîne l'apparition du déficit extérieur chronique (graphique III25).



En Argentine aussi, on retrouve les éléments constitutifs de la déflation, celle-ci disparaissant avec la crise de change de 2001 : choc défavorable, (dévaluation

du real), politique de change (currency board) et politique monétaires inadaptées, problèmes structurel, et déflation avec recul de l'activité, inflation négative, taux réels trop élevés.

III2. Les facteurs qui aggravent le risque de déflation et les réponses de politique économique

La déflation apparaît à la suite de chocs, lorsqu'il y a surévaluation réelle, lenteur de réaction ou réaction inadaptée de la politique monétaire, rigidités structurelles. Elle est devenue plus probable en raison de l'internationalisation de la production de produits industriels et de l'affaiblissement de la situation des banques dans plusieurs pays. Nous analysons ces facteurs qui favorisent l'apparition d'enchaînements déflationnistes, ainsi que les réponses possibles des politiques de supervision des banques, des politiques monétaires et budgétaires. Nous suggérons en particulier des changements importants dans le choix des objectifs et des instruments des banques centrales.

L'analyse des cas contemporains de déflation (Japon, Allemagne, Hong Kong, Argentine en particulier) montre l'existence d'une chaîne causale commune. Après un choc, qui est soit un choc patrimonial (recul des prix d'actifs au début des années 90 au Japon), soit un choc de change (Allemagne avec l'entrée dans la monnaie unique à une parité trop élevée ; Hong Kong avec la sous-évaluation du yuan chinois, Argentine après la dépréciation du real), soit un choc géopolitique (réunification allemande), un enchaînement déflationniste peut s'installer à trois conditions :

- un régime de change inadapté, conduisant à une surévaluation réelle qui renforce le recul de la demande et celui des prix ;
- des erreurs de politique monétaire (politique monétaire trop restrictive pour maintenir la surévaluation du change, comme en Argentine de 1998 à 2000 ou à Hong Kong de 1997 à 1999 ; réaction trop lente de la politique au ralentissement, comme au Japon ; politique monétaire définie pour une zone plus vaste que le pays concerné, comme en Allemagne) ;
- des rigidités structurelles, qui empêchent l'économie de s'ajuster spontanément, liées par exemple au fonctionnement du marché du travail (rigidité du salaire réel), à la situation des banques (au Japon, en Allemagne et en Argentine aujourd'hui). Nous voulons nous intéresser ici, ce diagnostic ayant été réalisé (voir *flash* CDC-IXIS n° 289), d'une part à l'analyse des facteurs aggravants ou permissifs qui favorisent l'apparition du processus déflationniste ; d'autre part à celle des réponses de politique économique permettant d'éviter l'apparition de la déflation.

III21. Premier facteur aggravant et permissif : l'internationalisation de la production industrielle

Depuis le début des années 90, l'internationalisation croissante des échanges a fait apparaître une concurrence nouvelle, celle des pays émergents, asiatiques en particulier, dont l'effet a été une pression continue à la baisse sur les prix des produits manufacturés, surtout initialement les moins sophistiqués d'entre eux, et par conséquent sur les salaires des moins qualifiés.

Les tableaux III2, III3, III4 montrent l'évolution de la structure des importations des Etats-Unis, du Japon et de l'UE. La part de la Chine dans les importations des Etats-Unis est passée de 1,5% en 1987 à 3,9% en 1990 et 8,2% en 2000.

La part de la Chine dans les importations du Japon est passée de 5,1% en 1990 à 14,5% en 2000, celle des autres émergents d'Asie est passée de 28,8% à 36%.

Tableau III2
Structure géographique des importations des Etats-Unis

Millions de \$	1987	%	1990	%	1996	%
Commerce avec						
Zone euro	5293,20	15,65	6006,30	14,77	9267,40	14,05
Les "out"	2229,20	6,59	1853,80	4,56	2627,20	3,98
Japon	7047,20	20,83	7471,30	18,37	9601,50	14,56
Autres OCDE Asie	338,20	1,00	471,30	1,16	2332,60	3,54
Canada	5923,70	17,51	7595,10	18,67	13042,20	19,78
Mexique	1689,20	4,99	2599,50	6,39	6080,30	9,22
Etats-Unis				0,00		
Afrique	994,60	2,94	1184,80	2,91	1527,30	2,32
Amérique du Sud	2008,40	5,94	2617,20	6,43	3763,20	5,71
Moyen Orient	900,90	2,66	1322,40	3,25	1511,20	2,29
Extrême Orient (non OCDE)	6588,90	19,48	8579,10	21,09	14070,80	21,34
Dont Chine	524,50	1,55	1581,30	3,89	4291,00	6,51
Autres	811,50	2,40	976,10	2,40	2119,20	3,21
Total	33825,00	100,00	40676,90	100,00	65942,90	100,00

Tableau III3
Structure géographique des importations du Japon

Millions de \$	1987	%	1990	%	1996	%
Commerce avec						
Zone euro	1 205,70	9,59	2 486,10	12,71	589,70	2,03
Les "out"	396,10	3,15	594,70	3,04	3 527,30	12,12
Japon						
Autres OCDE Asie	762,80	6,06	1 174,80	6,00	2 720,00	9,35
Canada	509,00	4,05	699,30	3,57	842,90	2,90
Mexique	137,00	1,09	160,90	0,82	157,00	0,54
Etats-Unis	2 663,10	21,17	4 399,00	22,48	6 652,00	22,86
Afrique	341,00	2,71	317,90	1,62	414,30	1,42
Amérique du Sud	390,00	3,10	636,00	3,25	772,90	2,66
Moyen Orient	1 672,90	13,30	2 594,00	13,26	2 927,70	10,06
Extrême Orient (non OCDE)	3 908,80	31,08	5 630,60	28,78	9 561,00	32,86
Dont Chine	623,20	4,95	1 004,50	5,13	3 364,50	11,56
Autres (dont Eur. de l'Est)	591,20	4,70	873,30	4,46	932,00	3,20
Total	12 577,60	100,00	19 566,60	100,00	29 096,80	100,00

Millions de \$	1998	%	1999	%	2000	%
Commerce avec						
Zone euro	2 482,00	10,62	2 704,80	10,45	2 946,70	9,31
Les "out"	776,50	3,32	862,40	3,33	955,00	3,02
Japon						
Autres OCDE Asie	2 255,20	9,65	2 569,50	9,92	3 121,20	9,86
Canada	637,90	2,73	658,00	2,54	725,40	2,29
Mexique	102,40	0,44	138,40	0,53	199,10	0,63
Etats-Unis	5 607,80	23,99	5 627,40	21,73	6 044,90	19,10
Afrique	322,50	1,38	339,00	1,31	410,90	1,30
Amérique du Sud	647,80	2,77	640,50	2,47	694,00	2,19
Moyen Orient	2 130,40	9,11	2 554,50	9,87	4 101,00	12,96
Extrême Orient (non OCDE)	7 661,40	32,78	8 923,50	34,46	11 484,70	36,29
Dont Chine	66,50	0,28	3 589,20	13,86	4 593,10	14,51
Autres (dont Eur. de l'Est)	750,20	3,21	876,40	3,38	961,00	3,04
Total	23 374,10	100,00	25 894,40	100,00	31 643,90	100,00

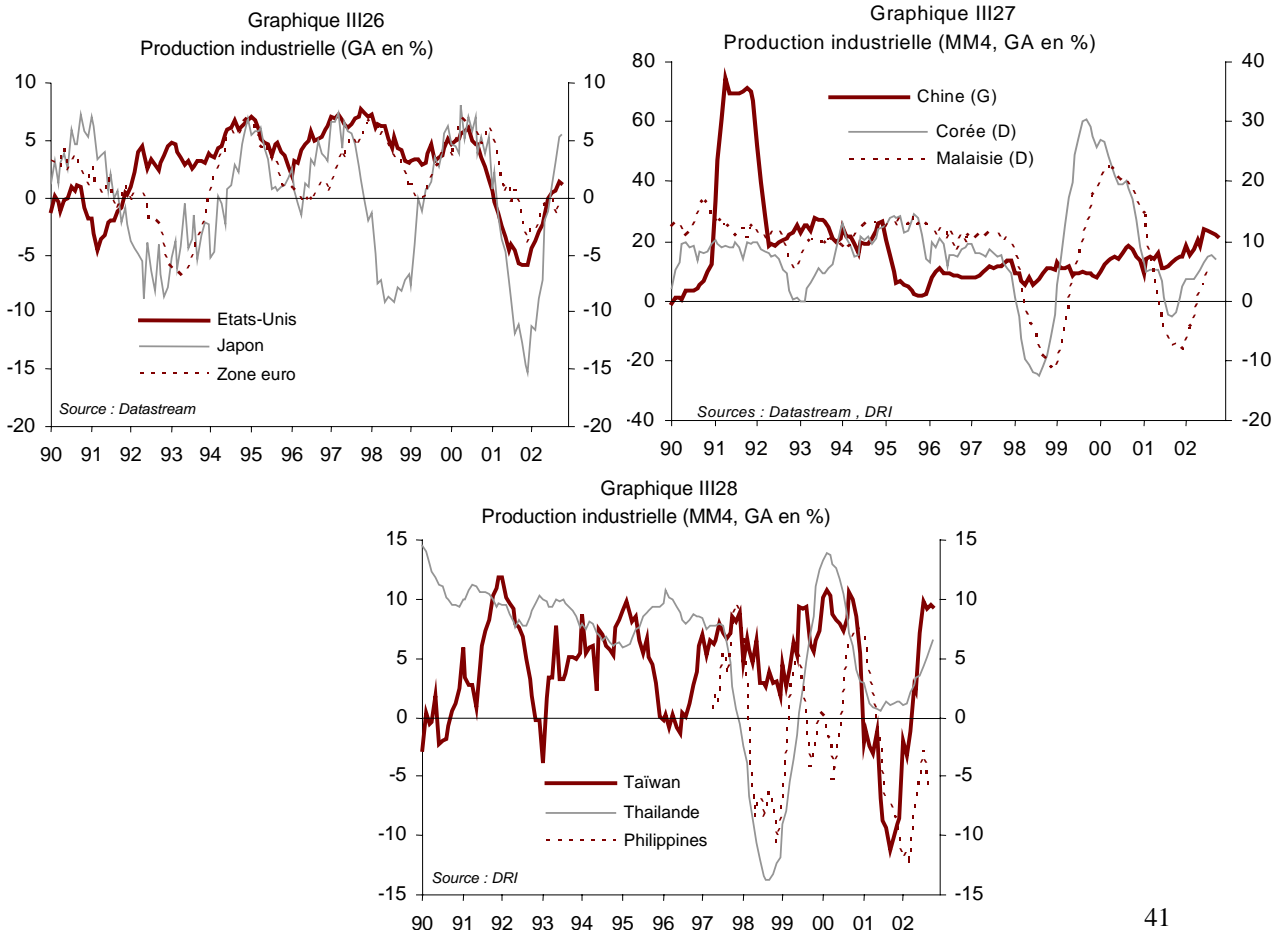
Source : Statistiques mensuelles du commerce international (janvier 89, avril 98, sept. 00, mars 2002)

Tableau III4
Structure géographique des importations de l'UE

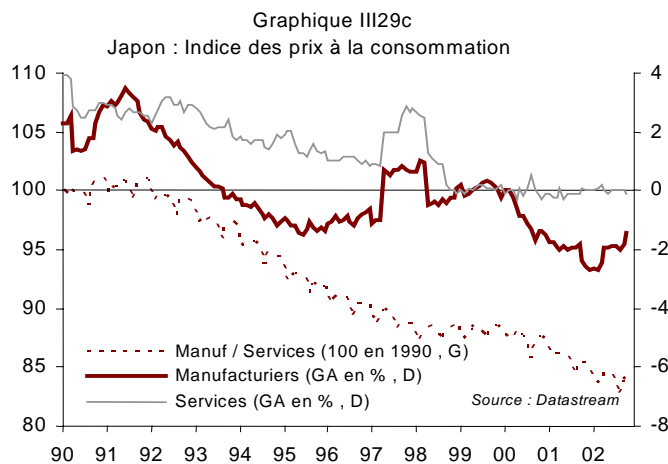
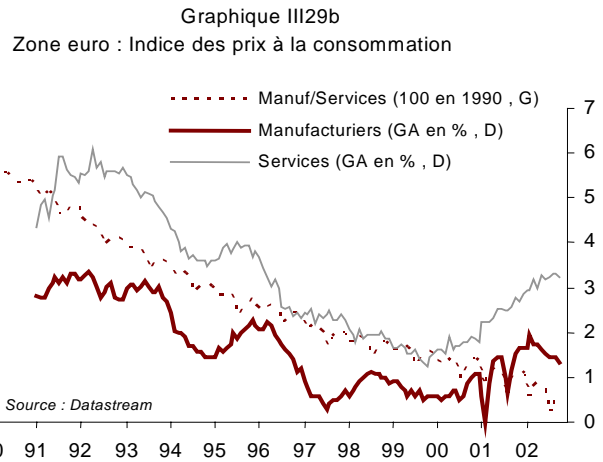
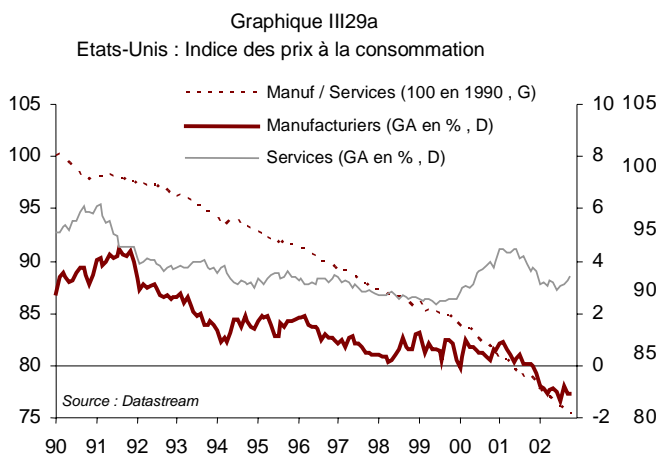
Millions de \$ Commerce avec	1995	%	2000	%
Zone euro				
Les "out"				
OCDE Europe	11766	19,33	14713	18,70
Japon	6421	10,55	6057	7,70
Autres OCDE Asie	1990	3,27	2603	3,31
Canada	1283	2,11	1231	1,56
Mexique	337	0,55	564	0,72
Etats-Unis	11961	19,65	14796	18,80
Afrique	5081	8,35	6146	7,81
Amérique du Sud	3254	5,35	3649	4,64
Moyen Orient	2457	4,04	4254	5,41
Extrême Orient (non OCDE)	10547	17,33	15795	20,07
Dont Chine	2719	4,47	6055	7,69
Autres	5758	9,46	8892	11,30
Total	60855	100,00	8892	11,30

Source : Statistiques mensuelles du commerce international (décembre 2001)

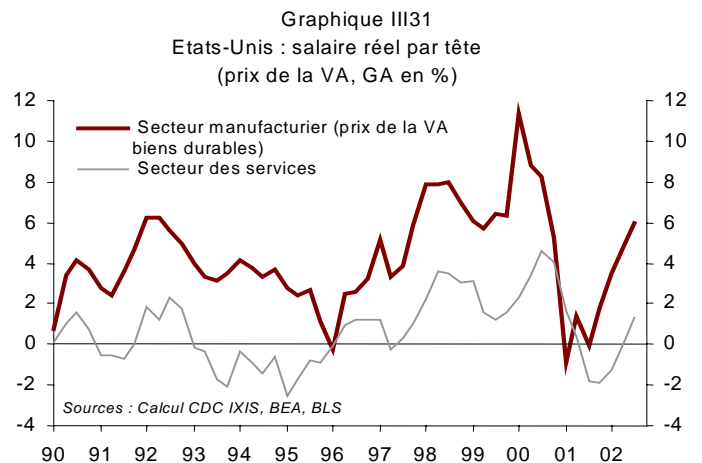
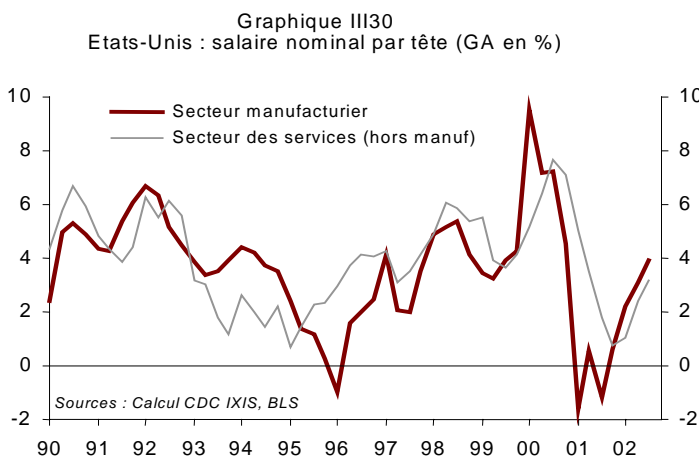
De 1995 à 2000, la part des importations de l'Union Européenne venant des émergents d'Asie est passée de 17 à 20% ; celle venant de Chine est passée de 4,5% à 7,7%. Les pays émergents d'Asie et la Chine ont donc une part très croissante dans les importations des Etats-Unis, du Japon et de l'Europe. Alors que la production industrielle progresse très peu ou même stagne dans la zone euro, au Japon et aux Etats-Unis (graphique III26), en dehors de la crise de 1998, elle progresse de 10% par an ou plus dans les pays émergents d'Asie, de 15 à 20% par an en Chine (graphiques III27 et III28). Il y a donc bien transfert de production vers les pays d'Asie.



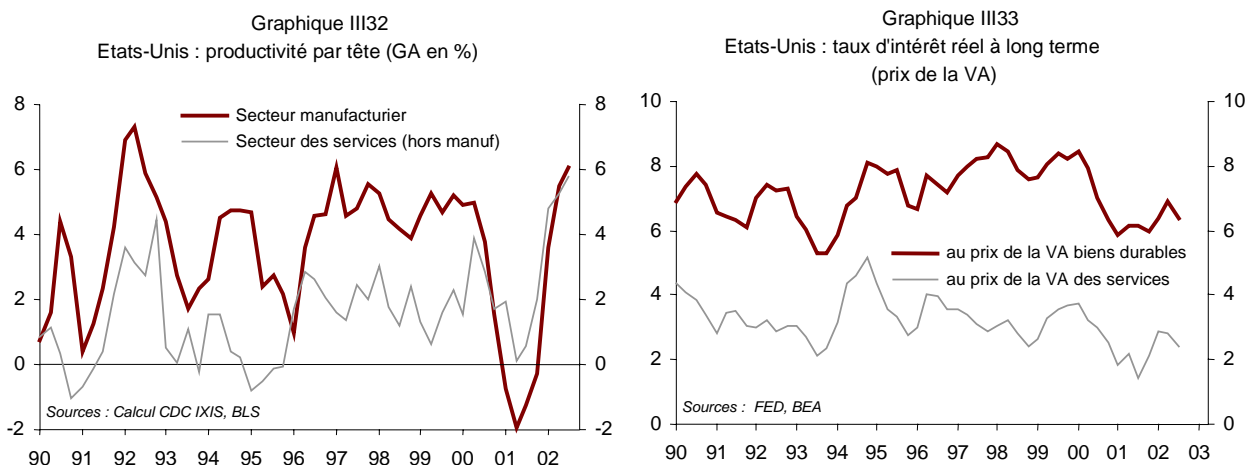
- Les coûts de production étant bas dans ces pays, il en résulte une pression à la baisse sur les prix des produits industriels : le prix relatif des produits manufacturés par rapport aux services a baissé de 25% depuis 1990 aux Etats-Unis (graphique III29a), de 20% dans la zone euro (graphique III29b), de 15% au Japon (graphique III29c). Aux Etats-Unis (depuis 2001) et au Japon (depuis 1993), le niveau des prix industriels baisse.



- Regardons de plus près le cas des Etats-Unis. Les salaires nominaux augmentent de manière similaire dans l'industrie et dans les services (graphique III30). Puisque les prix relatifs se déforment, le salaire réel, calculé avec les prix de la valeur ajoutée, augmente nettement plus vite dans l'industrie (graphique III31). L'écart de croissance entre les salaires (de 4 à 6 points par

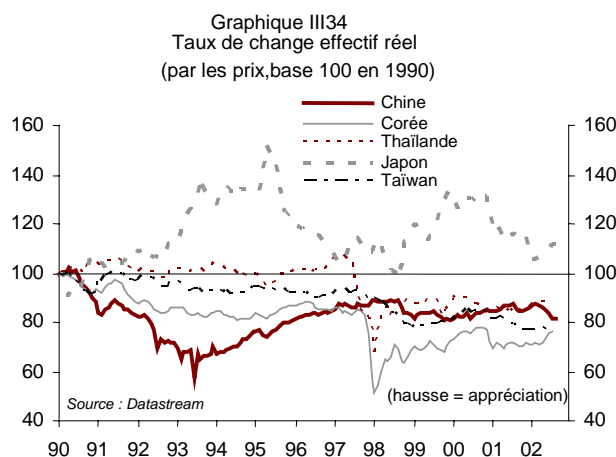


an) est supérieur à l'écart entre les gains de productivité (2 à 3 points, graphique III32).



L'écart de hausse des prix entre l'industrie et les services ne résulte donc pas seulement de l'écart des productivités, mais aussi de la pression à la baisse sur les prix industriels qu'implique la concurrence des pays émergents. Il en résulte donc une hausse "trop" rapide de salaire réel dans l'industrie, qui y dégrade la rentabilité et la rentabilité du capital. Pour la même raison, l'écart entre les taux d'intérêt réels (graphique III33) payés par l'industrie et les services est trop important.

- Cette évolution est renforcée par les pratiques de sous-évaluation réelle du change choisies par de nombreux pays émergents, en particulier par la Chine, afin d'attirer des investissements directs ou de gagner des parts de marché. Le graphique III34 montre que, de 1990 à 2002, le yen s'est apprécié en termes réels de plus de 30% par rapport aux autres monnaies d'Asie.



Les conséquences de cette situation sont multiples comme on a vu :

- le prix relatif des services étant en hausse forte, l'allocation des facteurs de production et l'économie se déforment en faveur des services, et les pays occidentaux se désindustrialisent puisque le rendement du capital est plus élevé dans les services ;
- l'inflation globale est tirée vers le bas par la baisse des prix industriels, ce qui fait courir le risque de hausse des taux d'intérêt réels s'il y a une rigidité

nominale pour les taux d'intérêt, ou de hausse trop forte des salaires réels s'il y a rigidité nominale salariale ;

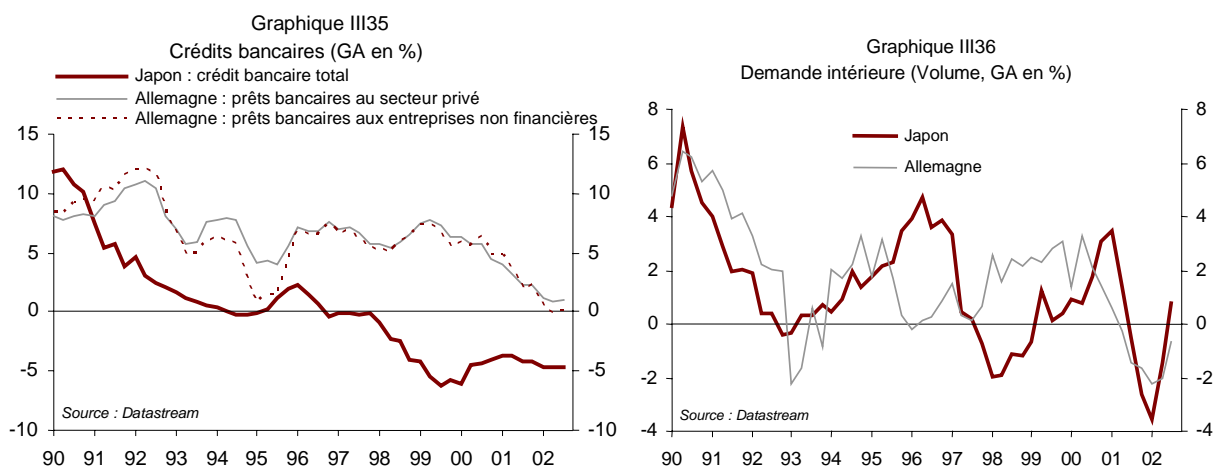
- la baisse du prix relatif des produits manufacturés est plus forte que celle qu'implique l'écart de gains de productivité entre l'industrie et les services puisqu'elle est due à la baisse des prix des importations ; de ce fait, la situation financière de l'industrie se dégrade (baisse de profitabilité, hausse du taux d'endettement) puisque les taux d'intérêt nominaux sont les mêmes dans l'industrie et dans les services et qu'il y a contagion salariale.

Le fait que, par cette situation des prix relatifs, le taux d'intérêt réel soit élevé par rapport au taux de croissance dans l'industrie est un facteur de déflation, en poussant continûment à la hausse le taux d'endettement de l'industrie. Rappelons que nous définissons la déflation précisément comme une situation où la baisse de prix (ou bien l'inflation faible) fait monter le taux d'intérêt réel.

III22. Second facteur aggravant et permissif : la faiblesse des systèmes bancaires

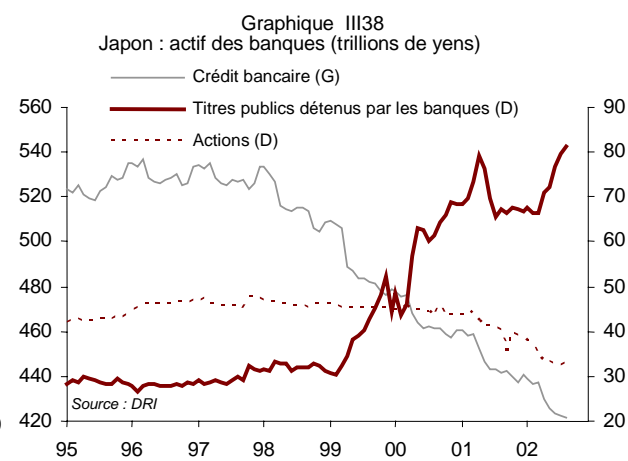
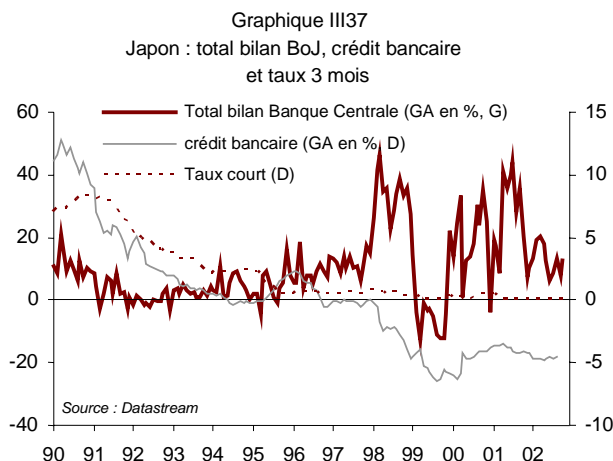
- L'exemple japonais depuis 10 ans, l'exemple allemand dans la période récente, ont montré que le processus déflationniste était amplifié par la dégradation de la situation des banques, et ce pour deux raisons majeures :

- lorsque les banques sont en difficulté, elles rationnent le crédit, ce qui renforce le recul de la demande. Ceci est particulièrement sensible en 1998, puis 2001-2002 au Japon ; depuis 2000 en Etats-Unis (graphiques III35 et III36) ;



- lorsqu'elles sont tellement affectées par la faiblesse de l'économie qu'elles sont décapitalisées, la politique monétaire devient inefficace, comme au Japon aujourd'hui, puisque les expansions monétaires (baisse de taux d'intérêt, injections de liquidité) ne peuvent plus faire repartir le crédit puisque les banques manquent de capital (graphique III37). Depuis plusieurs années, les banques japonaises ne peuvent utiliser les liquidités (à 0%) qu'elles empruntent à la Banque du Japon que pour acheter des titres publics, ce qui ne consomme pas de capital.

Le graphique III38 montre, à l'actif des banques japonaises, le recul du crédit et la hausse du portefeuille de titres publics. On parle souvent de trappe à liquidité, mais il faut faire attention aux définitions : la trappe à liquidité apparaît lorsqu'il faut beaucoup augmenter l'offre de monnaie pour obtenir une baisse de taux d'intérêt, parce que la demande de monnaie devient très élastique au taux d'intérêt.



Pour des niveaux bas de taux, il s'agit ici d'un mécanisme différent où la transmission de la création monétaire à l'offre de crédit par les banques disparaît. Ceci conduit à une première analyse en termes de politique économique. Les similitudes entre les problèmes des banques japonaises et les problèmes récents des banques allemandes sont frappantes : poursuite de la distribution de crédit à des entreprises trop endettées, avec insuffisance du provisionnement.

De ce fait, si l'économie ralentit, les défauts d'entreprises s'accroissent très rapidement (puisque le levier d'endettement est trop élevé), et les banques subissent des pertes importantes non provisionnées. Insuffisance des marges d'intermédiation, en particulier des marges prises sur les crédits, qui ne couvrent pas le risque de défaut, d'où les difficultés en cas de retournement conjoncturel. Dans les deux cas, les ratios de capital sont aujourd'hui trop faibles (Tier 1 inférieur à 6%) pour que les banques puissent opérer normalement.

- Ceci pousse à s'interroger sur la supervision des banques. Elle a certainement autorisé une insuffisance de provisionnement et de comptabilisation des créances douteuses au Japon, et la situation est peut-être similaire à un moindre degré, en Etats-Unis. Il faudrait sans doute que les autorités de contrôle révisent leur jugement sur les "relations de clientèle à long terme". On suppose d'habitude qu'elles améliorent l'information des banques sur les emprunteurs, mais on observe en réalité qu'elles impliquent des comportements laxistes de prêt routinier.

- On doit aussi questionner le caractère procyclique des ratios réglementaires, en particulier du ratio de capital. Lorsque la situation économique se dégrade, ces ratios deviennent contraignants, d'où le rationnement du crédit qui renforce la récession. Il a parfois été proposé de les rendre plus sévères en période de bonne conjoncture.

Ceci permet :

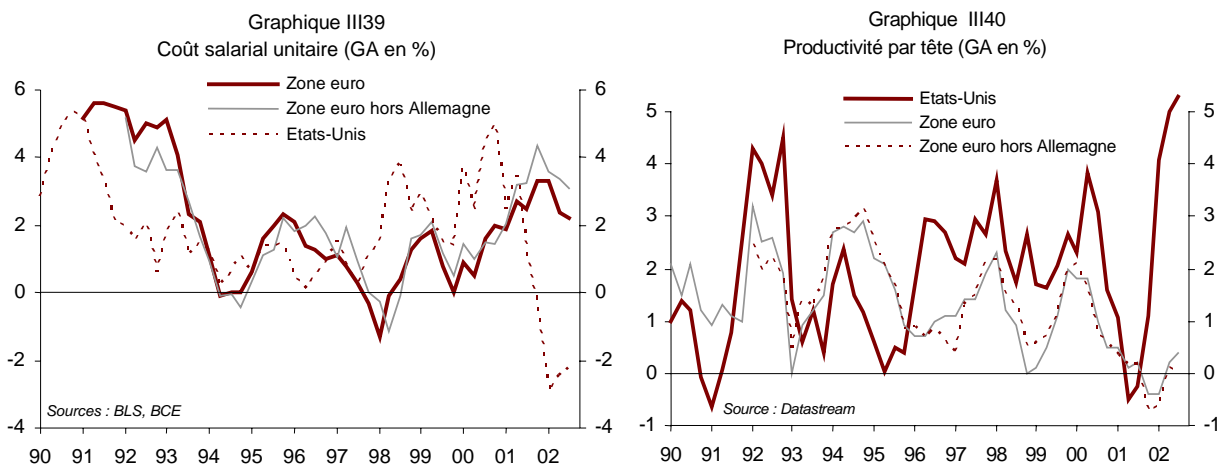
- de les assouplir dans les ralentissements économiques pour éviter l'effet procyclique ;
- d'éviter l'excès de distribution de crédit dans les périodes d'expansion.

Passons maintenant à d'autres messages pour la politique économique.

III3. Politique monétaire : intégrer le risque déflationniste

III31. Revoir les objectifs des banques centrales

▪ Les banques centrales ont encore des objectifs inspirés de la période d'inflation forte (années 70 et 80), puisqu'elles se sont presque toutes converties à un objectif d'inflation faible. Il est possible que l'inflation revienne dans certains pays, et il ne faut pas abandonner ces objectifs. On voit par exemple, dans la zone euro, en dehors d'Etats-Unis, monter très rapidement depuis quelques années les coûts salariaux unitaires avec l'insuffisance des gains de productivité (graphiques III39 et III40), ce qui est tout à fait l'inverse de la situation observée aux Etats-Unis.

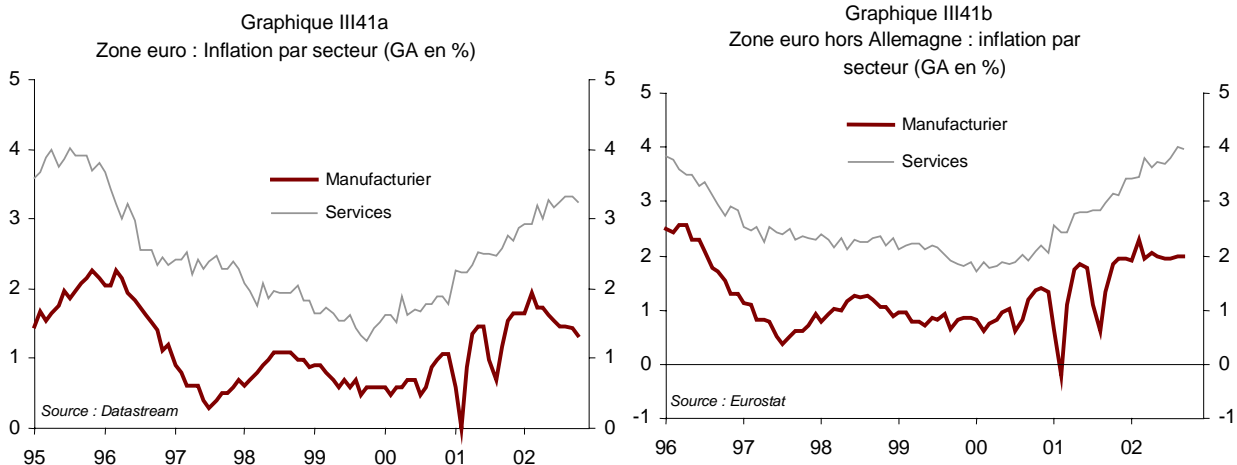


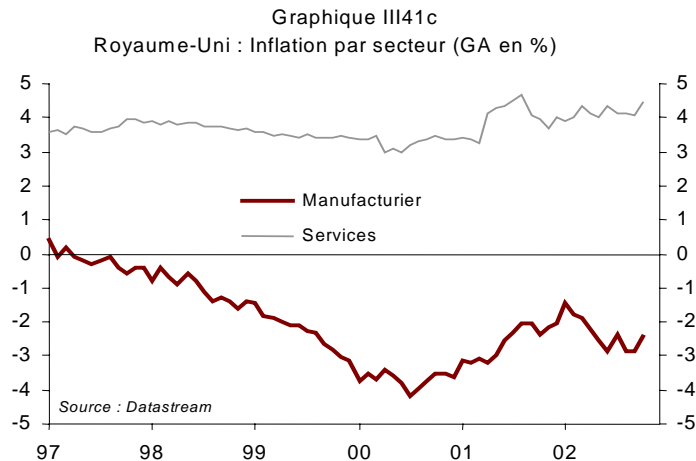
On sait aussi que le vieillissement démographique, qui accroît le nombre de retraités, c'est-à-dire de consommateurs non producteurs, et réduit la population active, peut être un facteur d'inflation.

▪ Il nous semble cependant nécessaire de rendre plus symétriques les objectifs des banques centrales : qu'elles réagissent, dans un sens au risque inflationniste, mais dans le sens opposé au risque déflationniste.

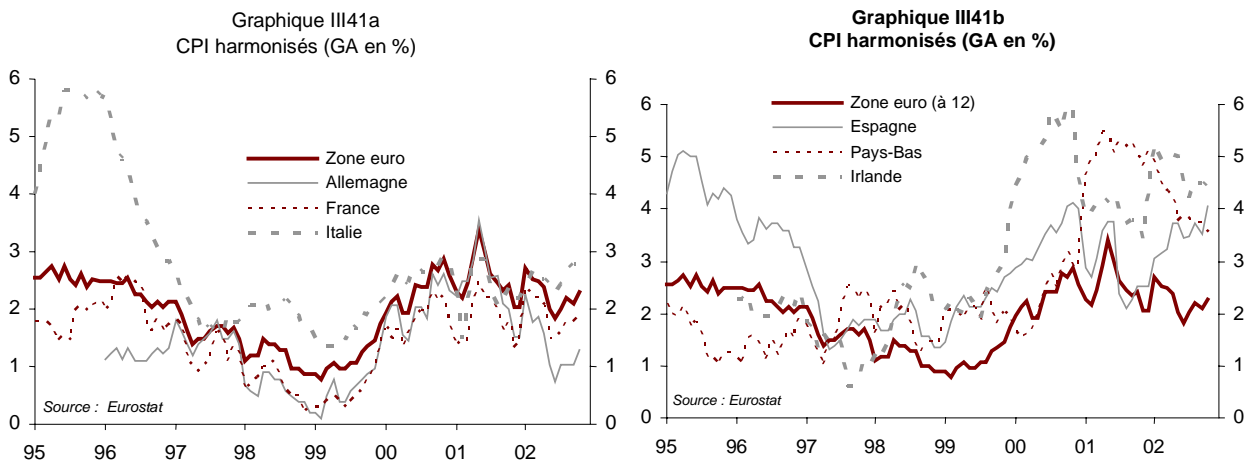
Ceci implique :

- de tenir compte de la déformation des prix relatifs entre industrie et services (graphiques III41a-III41b), dont la source a été expliquée plus haut ; un objectif global d'inflation trop bas peut contraindre à avoir une baisse de prix dans l'industrie. L'expérience du Royaume-Uni (graphique III41c) montre que cette déformation des prix relatifs peut aller extrêmement loin ;





- dans une Union Monétaire, de tenir compte de l'hétérogénéité des situations inflationnistes (graphiques III41a-III41b). Un objectif commun d'inflation trop bas peut entraîner une inflation trop faible dans les pays les moins inflationnistes de l'union, où la déflation peut menacer, comme en Allemagne aujourd'hui ;



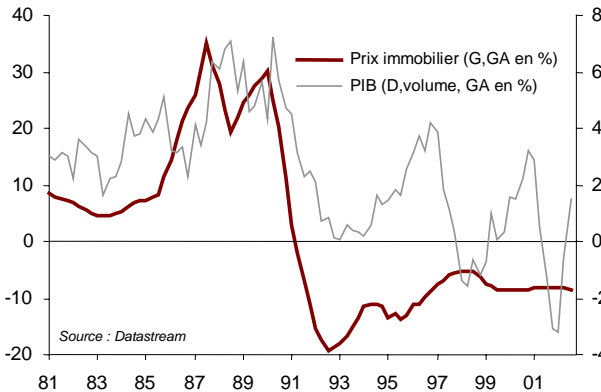
- de tenir compte des prix d'actifs. Les banques centrales rejettent l'idée d'introduire les prix d'actifs dans leur objectif de politique monétaire avec plusieurs arguments : ils ne sont pas facilement contrôlables ; elles ne savent pas ce qu'est le "juste" prix des actifs ; il y a un problème d'aléa de moralité si l'on s'attend à ce que les banques centrales soutiennent les prix d'actifs quoiqu'il arrive.

Cependant, l'absence de réaction aux prix d'actifs entraîne deux risques graves:

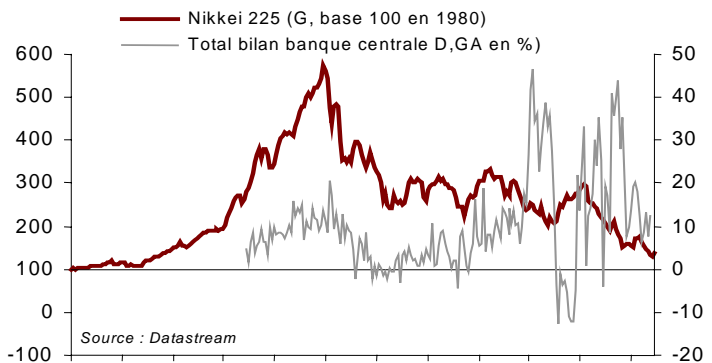
- laisser se développer une bulle dont l'explosion sera le choc qui déclenche la déflation. Ceci a été clairement le cas au Japon dans les années 80, et aurait pu l'être aux Etats-Unis et en Europe à la fin des années 90 avec la bulle boursière. Les graphiques III43a et III43b montrent l'ampleur de la bulle immobilière et boursière au Japon de 1986 à 1990. Elle est associée à une progression rapide (10% par an) de la base monétaire, alors que l'inflation n'est que de 0 à 2% (graphique III43c). Le taux d'intérêt réel à la fin des années 80 varie entre 2 et 4%, alors que la croissance est de 6% : c'est bien une politique monétaire très expansionniste qui laisse se développer une bulle au Japon de 1986

à 1990. A la fin des années 90 aux Etats-Unis, de même, le taux d'intérêt réel (autour de 3%) est inférieur au taux de croissance (4 à 5%, graphique III44a). La difficulté pour les banques centrales est qu'il peut y avoir conflit d'objectif : on peut voir grandir une bulle sur les prix d'actifs sans qu'il y ait d'inflation au sens traditionnel. Ne pas réagir à l'apparition de la bulle dans ces circonstances, ce qui a été leur comportement systématique dans le passé, est extrêmement néfaste ;

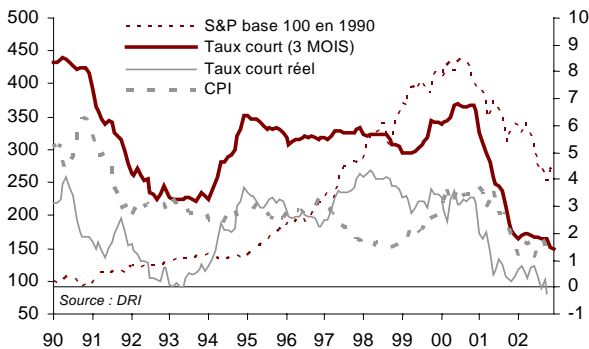
Graphique III43a
Japon : prix immobilier et croissance



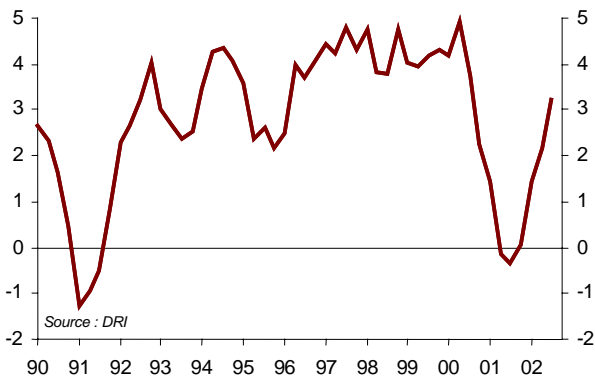
Graphique III43b
Japon : Nikkei 225 et base monétaire



Graphique III44a
Etats-Unis : taux court, indice boursier et inflation



Graphique III44b
Etats-Unis : croissance



- le second risque est celui de ne pas réagir suffisamment rapidement à la chute des prix d'actifs, comme dans le cas du Japon au début des années 90, et, en particulier, de laisser la situation des banques se dégrader de manière irréversible ;
- d'introduire un objectif de taux de change réel. On sait que la surévaluation réelle est une des causes de l'apparition ou du renforcement des déflations. Que les banques centrales réagissent aux déviations manifestes des parités réelles paraît donc très souhaitable.

III32. Elargir les marges d'action des banques centrales

Il reste à s'interroger sur les moyens d'action des banques centrales. Elles peuvent se contenter d'utiliser les moyens les plus orthodoxes, c'est-à-dire le maniement des taux d'intérêt à court terme et la création de liquidités. Ceci est sans doute suffisant en cas de réaction précoce à une surchauffe (bulle) ou à un début de dynamique déflationniste. Ces moyens orthodoxes deviennent

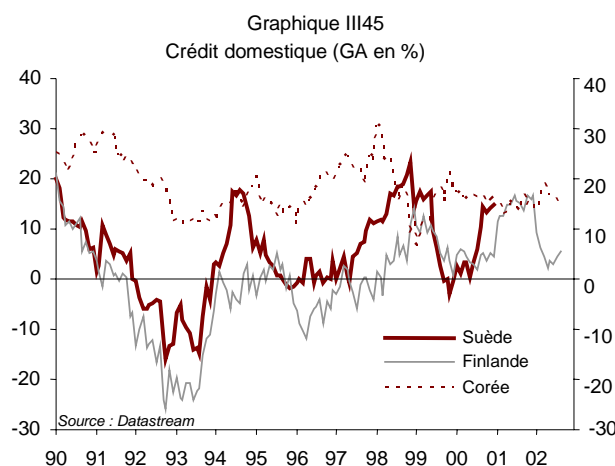
inefficaces si les crises persistent ou sont corrigées trop tardivement, comme le montre l'exemple du Japon.

Une deuxième étape consiste à utiliser des instruments orthodoxes mais abandonnés. On se demande pourquoi les banques centrales ne veulent plus se servir par exemple des taux de réserves obligatoires. Prenons l'exemple d'une croissance jugée trop rapide des crédits hypothécaires, entraînant l'apparition d'une bulle sur les prix des maisons. Réagir à cette situation en montant les taux courts peut être très inefficace, car il y a découragement de l'investissement des entreprises ; car cette situation peut n'affecter que quelques pays d'une union monétaire. Pourquoi ne pas accroître les taux de réserves obligatoires sur les seuls crédits hypothécaires spécifiquement là où c'est nécessaire ?

Enfin, la dernière étape consiste à utiliser des instruments hétérodoxes, en particulier des achats directs d'actifs (actions, immobilier) sur le marché pour en réguler le prix. Ceci a été fait par Hong Kong en 1997-98, est souvent évoqué au Japon. La réaction souvent négative à cette idée est peu compréhensible : les banques centrales interviennent bien sur le marché des obligations d'Etat pour régler la liquidité, et influencent bien alors le prix des obligations.

Il reste à remarquer qu'à un certain stade, le problème n'est plus un problème monétaire mais redevient un problème budgétaire. Lorsque les banques sont décapitalisées (dans les pays nordiques au début des années 90, en Corée en 1997-98, au Japon) la seule solution est de les nationaliser, de les recapitaliser sur fonds publics pour qu'elles puissent distribuer à nouveau du crédit, et ultérieurement de les reprivatiser.

Ceci a été fait au début des années 90 dans les pays nordiques, en 1998 en Corée, et a permis une reprise rapide de la distribution du crédit, à la différence du cas du Japon aujourd'hui (graphique III45).

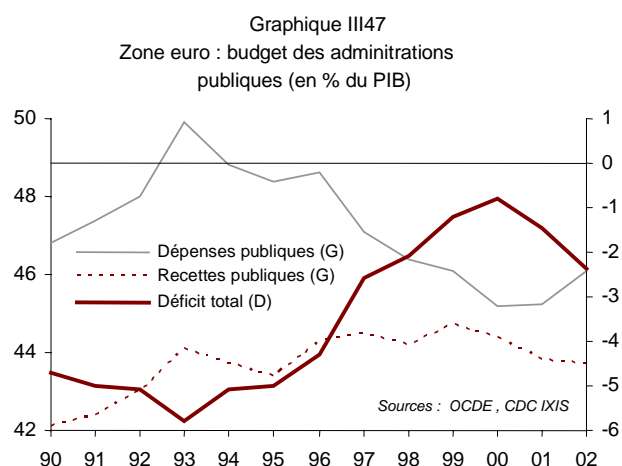
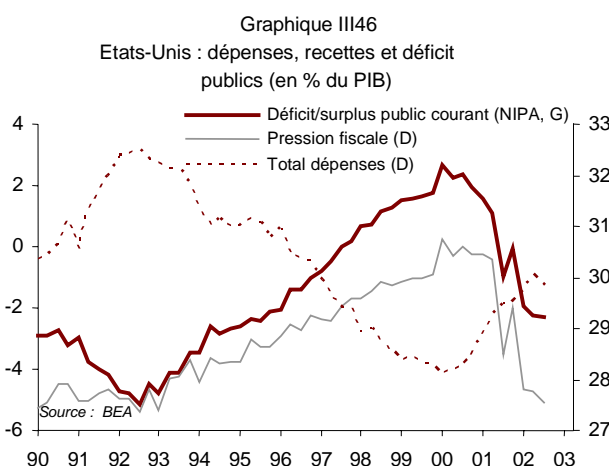


III4. Politiques budgétaires : fortement contracycliques

La stabilisation cyclique par les politiques budgétaires joue évidemment aussi un rôle en évitant les reculs trop importants de la demande. Traditionnellement, la politique budgétaire des Etats-Unis est très contracyclique, et ce n'est pas aussi net en Europe Continentale, d'abord parce que, avant l'unification monétaire, les réductions de déficit public ont dû avoir lieu dans une période de croissance faible, puis parce que les pays de la zone euro ne se sont jamais

imposé la discipline de faire disparaître leurs déficits publics dans les périodes d'expansion, et se privent donc de marges de manœuvre budgétaires dans les périodes de ralentissement.

Le graphique III46 montre que, à la fois par l'évolution des dépenses publiques et par celle de la pression fiscale, la politique budgétaire américaine est très expansionniste dans les récessions (1990-92, 2001-2002), très restrictive dans les expansions (1993-2000). En Europe, même en 2000, il subsiste un déficit public de 1 point de PIB (graphique III47).

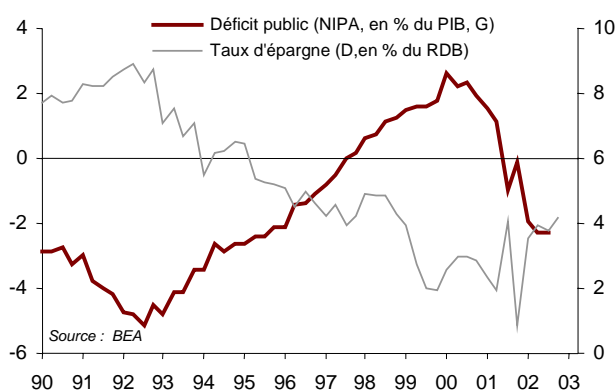


On voit bien l'absurdité de la gestion cyclique, des déficits publics dans la zone euro : en 2003 l'Allemagne et sans doute la France devront passer à des politiques budgétaires restrictives dans une année de croissance déjà très faible sans ces politiques. Contraindre les pays européens à dégager des excédents publics dans les années de croissance pour que les politiques budgétaires puissent être fortement contracycliques dans les récessions est donc essentiel.

Il faut cependant aller plus loin dans l'analyse. Le passage aux déficits publics dans une phase de ralentissement est inefficace pour stabiliser la demande s'il y a, en réaction, remontée du taux d'épargne du secteur privé par le comportement de neutralité ricardienne. Les ménages (le secteur privé) anticipant une hausse ultérieure des impôts pour combler le déficit, épargnent davantage au moment où celui-ci apparaît, et la demande totale, publique et privée, ne progresse pas.

Ceci s'est vu quelque peu aux Etats-Unis en 1990-92 et depuis 2001 (graphique III48) ; à l'inverse, le taux d'épargne des ménages avait beaucoup baissé lors de la disparition des déficits publics de 1993 à 2000. Pour éviter les effets de la neutralité ricardienne, la théorie, et l'exemple récent des Etats-Unis, suggère qu'il vaut mieux éviter les hausses de dépenses publiques et privilégier les baisses d'impôts pour soutenir l'activité. Il est clair aussi que si le secteur privé, anticipe que, lorsque l'activité remontera dans le futur, le déficit public disparaîtra par les effets de la reprise économique, c'est-à-dire que c'est simplement la composante cyclique du déficit qui varie beaucoup, il n'y a pas lieu de craindre les effets de la neutralité ricardienne.

Graphique III48
Etats-Unis : déficit public et taux d'épargne



Conclusion : les risques et les réponses de la politique économique

Résumons dans un tableau ces risques et ces réponses.

Risques déflationnistes et réponses des politiques économiques déflationnistes	
Risques	Réponses
<ul style="list-style-type: none"> - Baisse forte du prix relatif des produits industriels - De ce fait, hausse du taux d'intérêt réel, perte de profitabilité et hausse de la dette dans l'industrie - Décapitalisation des banques - Rationnement du crédit et amplification du recul de la demande - Perte d'efficacité des politiques monétaires traditionnelles - Excès d'endettement, sous provisionnement des banques - Montée puis explosion des bulles 	<ul style="list-style-type: none"> - Objectif d'inflation tenant compte de la déformation des prix relatifs ; de l'hétérogénéité des unions monétaires en ce qui concerne l'inflation - Injection de fonds publics dans les banques, nationalisation - Permettre des politiques budgétaires contracycliques - Supervision des risques bancaires accrue - Ratios prudentiels rendus moins procycliques
<ul style="list-style-type: none"> - Surévaluation réelle 	<ul style="list-style-type: none"> - Inclure les prix d'actifs dans les objectifs des banques centrales ; utiliser les réserves obligatoires - Utiliser des méthodes hétérodoxes pour la politique monétaire (achats directs d'actifs) - Introduire un objectif de taux de change réel

Réactions d'Agnès Bénassy-Quéré

« Déflation (nom, féminin) : diminution importante et durable des prix ». Telle est la définition officielle du dictionnaire Robert. Ce dernier ne fait pas le détail entre la « bonne » déflation qui plaît au consommateur, et la « mauvaise », qui décourage les entreprises, paralyse les banques et ne profite même pas au consommateur.

On pourrait se demander pourquoi le Cercle des Économistes s'est saisi de ce sujet pour son premier *Cahier*. Comme nous le montre clairement Jean-Paul Betbèze, l'inflation reste positive dans tous les pays de l'OCDE sauf au Japon. Ajoutons qu'en France, les consommateurs sont encore sous le choc des hausses de prix de l'année 2002 – biens alimentaires, loisirs, notamment. Alors, où est le problème ?

Parmi les graphiques présentés par Patrick Artus, il en est un particulièrement frappant qui peut servir de point d'entrée pour comprendre le risque de déflation. Ce graphique montre un écart relativement stable au cours du temps d'environ deux points de pourcentage entre l'inflation dans le secteur des services et dans le secteur manufacturier. Cet écart s'explique par le rythme inégal des gains de productivité entre les deux secteurs, le secteur manufacturier étant soumis à une rude concurrence mondiale. Or les services représentent environ 40% du panier de la ménagère. Une hausse 2% des prix à la consommation est donc compatible avec une inflation de 3% dans les services et de seulement 0,5% dans le reste de l'économie. Et c'est ce 0,5% qui pose problème, car paradoxalement cela signifie une hausse des coûts pour les entreprises.

En effet, les entreprises sont obligées de consentir des hausses de salaires en rapport avec la hausse des prix à la consommation, soit au minimum 2%. Si les prix de production n'augmentent que de 0,5%, les coûts salariaux s'alourdissent de 1,5%. Par ailleurs, les taux d'intérêt sont fixés par la BCE en fonction également des prix à la consommation : avec un taux d'intérêt nominal de 3%, le taux d'intérêt réel reste de 2,5%.

Jean-Paul Betbèze et Patrick Artus montrent que le risque de déflation se concentre en Europe sur l'Allemagne qui serait rentrée dans l'euro à une parité surévaluée. De fait, le CEPII évalue à environ 20% le supplément de coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier allemand par rapport à la France. Pour rattraper cette compétitivité perdue, l'Allemagne n'a d'autre choix, dans le contexte actuel de faible inflation dans la zone euro, que la déflation. Ainsi la BCE devrait-elle assouplir son objectif d'inflation, actuellement de 2% au maximum sur le moyen terme : avec plus d'inflation moyenne, les ajustements de prix relatifs entre secteurs et entre pays de la zone euro seraient plus aisés.

Mais Michel Aglietta se montre pessimiste sur la capacité de la politique monétaire à lutter contre la déflation : la mauvaise santé des emprunteurs se répercute sur un secteur bancaire déjà fragile ; dans ce contexte, un assouplissement de la politique monétaire ne relance pas le crédit, comme le montre le cas japonais. On comprend alors finalement que c'est bien aujourd'hui qu'il faut se préoccuper du risque de déflation, et non lorsque la déflation sera avérée : alors, la politique économique deviendra tout simplement impuissante.

Réactions de Michel Didier

Le fantôme de la déflation passe et repasse

Il est assez facile aujourd'hui de se faire peur. Il suffit pour cela d'évoquer le retour de la déflation, enchaînement économique pervers qui aurait pris naissance au Japon, atteindrait maintenant l'Allemagne et pourrait se généraliser à l'Europe et, pourquoi pas, aux Etats-Unis. Ce mécanisme qui inquiète pourrait être résumé ainsi. Les agents privés (entreprises et ménages) auraient trop dépensé à crédit dans les années fastes. Le retournement de la conjoncture économique et la baisse boursière impliqueraient maintenant d'alléger la dette donc de prélever sur les revenus courants pour la rembourser. Cela passe par des dépenses réduites et risque d'entraîner une baisse des prix et peut-être même des revenus. Or, il est particulièrement difficile de diminuer le poids de la dette lorsque les revenus et la valeur des actifs baissent. Les économies se trouveraient ainsi à la veille d'un processus durable et auto-entretenu de baisse des prix et des quantités (c'est-à-dire de la production, de l'emploi et du pouvoir d'achat). C'est le propre d'une spirale déflationniste. Un tel scénario est évidemment possible. Il est même en cours au Japon. Peut-il se généraliser ? Oui. Est-il probable ? Nous ne le pensons pas.

Les arguments souvent invoqués à l'appui de la thèse de la déflation sont assez peu démonstratifs. Le fait que beaucoup de prix industriels baissent n'est pas le signe d'une déflation mais seulement le résultat de gains de productivité élevés. De nombreux prix industriels baissaient même en période d'inflation. Pour ce qui est de l'indice général des prix, le Japon est en négatif, l'Allemagne proche de zéro (l'indice du prix du PIB est à peine positif). La zone euro dans son ensemble, le Royaume-Uni et les Etats-Unis sont à plus de 2 % l'an. C'est peu, mais ce n'est pas une baisse. On a au demeurant connu dans le passé de longues périodes d'inflation nulle et de croissance économique positive, sinon régulière.

L'argument de la dette est un peu plus convaincant. Les taux d'endettement des entreprises ont beaucoup augmenté depuis 1995. Ils sont élevés, plus élevés que lors du pic de 1990. Il est pourtant bien trop tôt pour affirmer qu'il s'agirait d'autre chose qu'un point haut de l'endettement dans le cycle conjoncturel. Le taux d'endettement des entreprises américaines a déjà commencé à baisser, celui des entreprises européennes plafonne, celui des entreprises françaises a aussi commencé à reculer. Pour ce qui est des ménages, notamment américains, l'ajustement n'a pas commencé. Au contraire, la baisse des taux d'intérêt à long terme a encore accéléré le rythme de l'endettement. Une hausse du prix du pétrole et une baisse même temporaire du pouvoir d'achat pourraient refermer le piège et contraindre les ménages à diminuer leur consommation.

Il est impossible de démontrer qu'il n'y aura pas de processus déflationniste. Mais rien ne démontre aujourd'hui que ce que nous observons actuellement est une entrée dans la déflation. Cependant, le simple fait que le processus soit possible invite à s'inspirer du principe de précaution. Ce principe consiste en l'occurrence à rechercher une politique économique dont la priorité serait de diminuer le risque de déflation. Le problème dans la déflation n'est pas que le

taux de hausse des prix soit nul voire négatif, c'est le risque de voir s'enclencher aussi une baisse des volumes, c'est-à-dire de la production, de l'emploi et des revenus réels.

Aucune loi macroéconomique n'implique un retour automatique de la croissance économique après une période de recul conjoncturel. La seule explication que l'on puisse trouver au fait que l'économie a toujours retrouvé un chemin de croissance est que la nature profonde des entrepreneurs est de prendre des risques et d'engager des projets et des investissements.

Pour diminuer le risque de déflation, la principale démarche est de créer les conditions favorables à la réussite des entrepreneurs et des projets d'investissements. La relance classique par le déficit public peut y contribuer comme processus d'amorçage et d'amélioration des anticipations, mais elle peut aussi échouer comme on le constate au Japon. Le pays s'enfoncé non seulement dans la déflation, mais aussi dans le déficit public. Cela se produit parce que les conditions pour la prise de risque et l'augmentation des investissements ne sont pas réunies. La relance par des taux d'intérêt très bas peut aussi faciliter la reprise, mais elle peut aussi échouer comme on l'observe encore au Japon.

Le fantôme de la déflation passe et repasse. Il était déjà apparu en 1993. Il avait été par la suite chassé à la fois par M. Greenspan et par la vague des nouvelles technologies de l'information et de la communication. Il revient aujourd'hui parmi nous hanter la pensée des économistes. Pour le repousser une nouvelle fois, la bonne politique économique doit mettre en œuvre en même temps les armes de la politique conjoncturelle et celles des politiques structurelles.

Réactions de Pierre Dockès

Voici un certain nombre d'observations que la lecture des textes de Betbèze, Aglietta et Artus me suggèrent

1. Sur les facteurs de l'entrée en déflation :

Les crises financières ou/et immobilières sont, en eux-mêmes, des épisodes déflationnistes brutaux qui inaugurent souvent la généralisation de la déflation : la thèse d'I. Fisher analysant la crise comme conséquence d'un choc déflationniste sur une économie sur-endettée (à travers la course à la liquidité, le *credit crunch* et la menace d'insolvabilité systémique par "effet de report" d'une entreprise à l'autre) retrouve toute sa validité.

Les chocs déflationnistes boursiers ont été souvent précédés dans l'histoire de politiques monétaire et financières restrictives (en revanche, il y a asymétrie : lorsque l'économie est dans l'engrenage déflationniste, les politiques monétaires et financières deviennent inopérantes).

Avec la situation des années 1930 analysée par M. Aglietta, deux autres cas sont instructifs sur le rôle des politiques restrictives.

- Le rétablissement du sterling après les guerres de la Révolution et de l'Empire qui avaient imposé à l'Angleterre des dépenses importantes, l'interdiction des sorties métalliques de 1797 et une inflation (d'où la célèbre "prime sur le lingot"). Le rétablissement de la valeur antérieure de la livre, la politique de déflation entre 1816 et 1821 sera suivie d'une politique financière restrictive

jusqu'au cœur des années 1830. Cette politique inspirera d'ailleurs les politiques qui seront suivies par le Trésor britannique un siècle plus tard. A côté de la volonté du retour à l'ordre monétaire antérieur, de rétablir la position internationale du Sterling, il y a aussi le signe d'un retour à l'ordre social et politique. Cette politique déflationniste va avoir des conséquences sévères en terme de baisse des prix et des salaires nominaux (sans hausse notable des salaires réels : faible rigidité, alors, des salaires à la baisse), d'augmentation du chômage structurellement, et surtout dans les périodes de récession. Le cas de la crise du début des années 1830 est révélateur, avec les révoltes ouvrières.

Il est intéressant de noter que cet épisode ne conduit pourtant pas à une baisse du trend de croissance, au contraire. La baisse des salaires nominaux, facilitée par le démantèlement des anciennes associations de travailleurs pendant la Révolution, soutenue par les politiques de répression en Angleterre comme en France, va permettre le maintien des taux de rendement du capital. On pourrait parler d'une déflation sans pleurs, en tous cas pour le capital et pour la croissance, si le coût n'en avait pas été rejeté sur la main d'œuvre.

- *L'économie crucifiée sur une croix d'or*. Concernant la période des années 1871- 1896, la "grande dépression", la question de la fin du bimétallisme or-argent et de l'adoption de l'étalon-or a joué un rôle non négligeable. L'Angleterre avait adopté officiellement l'étalon-or depuis 1816 (elle connaissait déjà un étalon-or de fait) alors que les États-Unis, la France, la Belgique, l'Italie, la Suisse étaient bimétallistes, et que les États de l'Allemagne, la Hollande étaient monométallistes argent.

L'impossibilité de tenir les parités (du fait de l'évolution divergente des productions des deux métaux) va poser problème (en particulier pour la France et l'Union latine qui s'était créée autour d'elle en 1866). Surtout, après la célèbre période de la ruée vers l'or (en Californie en 1849, ce qui a participé à l'expansion des années 1850 et '60, il va y avoir une pénurie d'or (jusqu'en 1900, Alaska, Yukon) et une abondance d'argent. L'étalon-argent ou le bimétallisme deviennent plutôt inflationnistes et l'étalon-or déflationniste. Après 1871, l'Allemagne se convertit à l'étalon-or, démonétise son argent et impose comme réparations les célèbres cinq milliards or et les États-Unis vont suivre en 1879 (de fait), malgré une violente polémique contre cette politique ; finalement le monde entier suivra. Il y a un lien entre la conversion à l'étalon-or de l'Allemagne et des États-Unis, la déflation et les deux crises successives du début des années 1870 et du début des années 1880, avec la période longue de déflation/ dépression entre 1871 et 1896 (on comprend qu'il ait toujours eu, du moins dans certains milieux, mauvaise presse).

A notre époque les rigidités de l'étalon-or peuvent être remplacées, dans la montée des dangers déflationnistes, par les rigidités institutionnelles du type de celles que l'Europe s'est donné.

2. L'aspect crucial, lorsque les économies sont dans l'engrenage déflationniste est, clairement, la croissance de la charge de la dette ("intérêt et principal") : malgré des taux d'intérêt nuls, la baisse des prix produisent des taux d'intérêt réel trop élevés et une croissance dramatique de l'endettement réel. Comme il n'est pas possible d'avoir des taux nominaux négatifs, les politiques monétaires s'évanouissent, tandis que les politiques budgétaires expansionnistes tombent dans la "trappe à liquidité". Quand une économie est prise dans la nasse déflationniste, il est très difficile de l'en sortir.

3. Cependant il ne faut pas se centrer exclusivement sur les facteurs monétaires. Les observations historiques permettent de mettre en lumière les facteurs sociaux et politiques.

D'abord, la déflation est pratiquement toujours caractéristique d'un temps *de retour à l'ordre*, et pas simplement à l'ordre monétaire. Après un temps de désordre inflationniste, le besoin de revenir aux temps anciens, aux anciennes parités, accompagne la remontée en puissance des créanciers contre les débiteurs (deux catégories d'ailleurs mouvantes dans l'histoire), des détenteurs de revenus fixes, des rentiers, contre ceux qui doivent payer ces rentes fixes. Quant aux détenteurs de revenus variables, s'ils réussissent à s'en tirer assez bien dans l'inflation, généralement la déflation est catastrophique pour eux.

C'est vrai à toutes époques (on pourrait déjà parler du retour en puissance de l'aristocratie avant le terrible épisode de 1360) : la fin des guerres de la Révolution et de l'Empire en 1816-21, les politiques d'endiguement des syndicats ouvriers dans les années 1880, la recherche d'un retour à l'ordre dans l'Entre - Deux Guerres) et sur le terrain monétaire après les inflations dues aux guerres (évidemment les guerres jouent un rôle décisif), et le retour à l'ordre (éventuellement après une faillite plus ou moins générale) lui "impose" une politique déflationniste.

Or la période contemporaine, depuis les années 1980 jusqu'à nos jours, est une période de retour à l'ordre à tous égards, et la politique anti-inflationniste est aussi bien une recherche d'un ordre monétaire stable qu'une politique tolérante à l'égard du chômage (à mettre en relation avec l'affaiblissement des catégories salariales, l'effondrement du pouvoir des syndicats).

4. De même, il faut prendre en compte le rôle des salaires dans le développement de la déflation. Lorsqu'elle est enclenchée, la baisse des salaires nominaux casse la consommation des ménages par un effet d'illusion monétaire (inverse de celui observé dans l'inflation). L'augmentation des salaires réels (si les salaires sont plus rigides à la baisse que les prix, ce qui est le cas depuis la fin du XIXe siècle) est sur-compensée en terme de pouvoir d'achat des salariés par la hausse du chômage, si bien qu'il n'y a pas de soutien réel à la demande, au contraire. Comme, en outre, la hausse des salaires réels élève les coûts de production, une baisse des profits du côté des coûts vient s'ajouter à celle produite par l'effondrement de la demande.

5. La déflation est une question de conjoncture longue :

. Il y a là d'abord un phénomène *générationnel* puisqu'il faut que soit oubliée la catastrophe de la déflation précédente. La mémoire de la crise des années 1930 et des conséquences qui en découlèrent s'est évanouie : la génération qui avait 20 ans en 1930 a pratiquement disparu et celle qui en gardait la mémoire par ses parents s'éloigne,

. Il y a ensuite le rôle des *anticipations* dans les phénomènes monétaires. Les anticipations inflationnistes, en particulier par leur aspect auto-réalisateur, sont très longues à disparaître. Mais lorsque existent des anticipations déflationnistes, non seulement elles sont aussi auto-réalisatrices, et produisent des effets catastrophiques sur les achats de biens durables des ménages et d'équipement des entreprises, mais il est difficile de faire renaître des anticipations inflationnistes. Aujourd'hui, les anticipations inflationnistes ont

disparues, et si l'économie entre durablement en déflation, il ne sera pas aisé de les faire revenir,

. Il faut aussi prendre conscience qu'une situation déflationniste établie se forme, *vagues après vagues*, et non pas par un seul choc (et certes pas exogène), mais par une accumulation de vagues successives et diversifiées dans l'espace. Aujourd'hui, on entend ses pas (comme ceux de la statue du Commandeur, elle incarne les anciens temps, elle vient rétablir l'ordre monétaire, l'ordre des familles, du mariage, l'ordre social et religieux).

Si on prend la grande déflation des années de l'Entre deux guerres, décrite par M. Aglietta, il est clair que *les germes* sont le rétablissement de l'étalon-or à sa parité de 1913 au lendemain de la Guerre et la déflation, son échec d'ailleurs, qui suivie en Angleterre. Une seconde vague est probablement liée à la politique de stabilisation Poincaré. Elle fut modeste par rapport à ce qui aurait pu se passer (Poincaré n'imaginant pas que l'on puisse ne pas revenir à la situation de 1914), mais elle conduisit à renforcer la pression déflationniste, par le biais des transformations en or des balances sterling accumulées. Il y eut ensuite le choc déflationniste du krach de 1929, le moment où joue pleinement aux États-Unis la théorie fisherienne de la *debt deflation*. Il y eut les conséquences de la première crise bancaire américaine à la fin de 1930, la course à la liquidité, le *credit crunch*, les *répercussions* sur l'Europe, sur l'Allemagne et l'Autriche (la faillite du Credit Anstalt en mai 1931), la rupture des liens financiers États-Unis- Europe centrale, et l'effet boomerang sur les États-Unis, avec alors l'effondrement quasi total du marché des prêts, les faillites des débiteurs, puis des institutions financières, finalement la crise systémique. L'effondrement de la bulle immobilière a joué un rôle important (l'effondrement des capacités de remboursement de la classe moyenne, de sa consommation sont en relation avec cette déflation immobilière).

Il y a donc des vagues successives, et des répercussions géographiques à l'échelle du monde, *des effets de bande*. Et c'est ce que l'on retrouve aujourd'hui avec *les enchaînements* dont parle Patrick Artus qui, eux aussi, mobilisent les périodes successives du temps et les espaces divers de l'économie globale.

- On peut rendre compte des erreurs des politiques des autorités monétaires (la thèse de Friedman - Schwartz en ce qui concerne celles du Federal Reserve en 1929) en terme intertemporel, comme dans *l'histoire de l'enfant qui criait au loup*. Face à une série de crises financières, les autorités monétaires réagissent par des politiques de soutien qui sont efficaces et qui, en outre, relancent l'inflation. Elles finissent par considérer que les krachs ne sont pas si dangereux, oublient que si tel est le cas, c'est du fait des politiques suivies et ne voient plus que leurs effets inflationnistes. Qu'une nouvelle crise survienne, les autorités n'agiront plus (c'est en partie ce qui s'est passé aux États-Unis entre les crises financières de 1921 et 1929).

6. Lorsque l'économie est *prise* dans le processus déflationniste, les politiques "classiques" sont nécessaires (les politiques d'austérité sont mortelles), elles ne sont pas suffisantes pour sortir de la spirale ayant atteint leur seuil d'inefficacité. Il faut recréer des anticipations inflationnistes, ce qui est alors difficile, surtout lorsque la réalité déflationniste n'est plus locale, mais mondiale. Le rôle des grands chocs *sociaux* (qui réactivent les anticipations inflationnistes via les hausses massives des salaires) et *politiques* (les guerres) a été décisif dans

l'histoire des sorties de la déflation. Aujourd'hui, le risque déflationniste est-il "global" ? On peut le craindre. En effet :

. si la politique suivie aux États-Unis est inflationniste sur les terrains financiers et monétaires, en revanche la situation des établissements financiers, l'importance de l'endettement des ménages et des entreprises, les créances douteuses sont fragilisants, et on peut craindre une situation à la japonaise,

. le risque en Europe est que les autorités monétaires et financières ne reviennent vers un *Policy Mix* qui, à la différence de ce qui se passe aux États-Unis, retournerait dans les anciennes ornières et créerait une pression déflationniste,

. au Japon, le risque est l'approfondissement de la situation déflationniste avec une politique monétaire et financière qui semble avoir atteint ses limites, et pratiquement sans effet notable.

Il y a donc un risque de composition de ces situations diverses. Si la grande déflation, la déflation "de crise" est évitée à court terme, ce sont l'accumulation des vagues successives qui sont à craindre et les "effets de bande" à l'échelle mondiale.

Réactions de Bertrand Jacquillat

La déflation est un processus global et lent comme le rappelle Jean Paul Betbéze, lequel préconise de tirer la sonnette d'alarme suffisamment tôt au nom du principe de précaution. Pour ce faire, il recense douze propositions pour détourner la menace déflationniste, dont le renforcement des politiques monétaires en général et l'adoption de certaines plus hétérodoxes.

A l'observation du cas récent de certains pays confrontés au risque déflationniste, Patrick Artus suggère que les banques centrales étendent leur palette de modalités d'intervention au delà des seuls instruments de dette et de la modulation des réserves obligatoires des banques, en tenant compte du prix de tous les actifs, y compris celui des actions. De telles interventions contribueraient en effet à éviter deux risques majeurs : laisser se développer une bulle dont l'explosion sera le choc déclenchant la déflation, l'autre étant de laisser la situation des banques se dégrader de manière irréversible.

Les banques centrales, rappelle Patrick Artus, ont rejeté jusqu'à présent l'idée d'introduire les prix des actions dans leurs objectifs de politique monétaire (bien que certains membres de la Réserve Fédérale aient récemment évoqué cette possibilité) au regard de deux arguments principaux tenant à l'opportunité d'une part, et à la faisabilité d'autre part de telles interventions.

1. L'argument d'opportunité

L'argument d'opportunité regroupe deux affirmations quelque peu contradictoires. D'une part, il y a un problème d'aléa de moralité si les investisseurs s'attendent à ce que les banques centrales soutiennent les prix des actions quoi qu'il arrive, reproche formulé à l'encontre de Alan Greenspan dans les années 1999/2000. D'autre part, les prix des actions ne sont pas facilement contrôlables, c'est à dire que même une banque centrale puissante voire une coalition de banques centrales n'auraient une force de frappe suffisante pour stopper voire inverser un mouvement de fond haussier ou baissier.

Rappelons tout d'abord que la part de la valeur des actions en pourcentage du PNB n'a cessé d'augmenter dans tous les pays. Même après l'éclatement de la bulle boursière, ce ratio est à des niveaux historiques très supérieurs à ce qu'ils étaient au cours des crises historiques de déflation analysées par Michel Aglietta, ce qui justifie que les banques centrales envisagent d'intervenir aussi sur les marchés d'actions.

Il n'y a problème d'aléa moral que si l'intervention des banques centrales n'est pas symétrique et ne joue que dans un seul sens, le rachat d'actions lorsqu'il y a risque de déflation. Mais les banques centrales doivent aussi intervenir dans l'autre sens, lorsqu'il y a exubérance irrationnelle. De même que Patrick Artus suggère que les banques centrales accroissent, en cas de bulle immobilière, les taux de réserve obligatoires sur les seuls crédits hypothécaires, pour ne pas gêner le reste de l'industrie et des services, les banques centrales pourraient rendre obligatoire un relèvement drastique des dépôts de garantie (*margin calls*) sur les achats à terme ou à crédit d'actions, en cas d'exubérance irrationnelle ou, à l'inverse, être acheteur de titres sur les marchés d'actions et de dérivés en cas de déprime boursière.

Les prix des actions sont par ailleurs et dans une certaine mesure « contrôlables » si de tels signaux (achat ou vente d'actions) émanent des banques centrales. Autrefois en France, l'activité des investisseurs institutionnels, qui « sur ordre » du Trésor et de la banque centrale, lesquels estimaient que les marchés d'actions s'emballaient, vendaient des actions et en cas de déprime boursière recevaient l'ordre d'en acheter, était à l'époque parfaitement opérante. Ce qui suppose que les banques centrales soient à même d'apprécier la cherté relative des actions ...

2. L'argument de faisabilité

Les banques centrales ne sauraient pas ce qu'est le *juste* prix des actifs. Certes, nous sommes dans un monde de grande incertitude, mais celle-ci s'applique également à certaines grandeurs économiques et financières classiques auxquelles les banques centrales se réfèrent pour leurs interventions (taux d'inflation futurs, augmentation de la masse monétaire, etc ...).

Il existe une palette d'instruments pour apprécier la cherté relative d'une classe d'actifs, les actions par exemple, par rapport à une autre, les obligations ou les bons du trésor notamment.

	Ecart actions / obligations	Ecart en % des taux	Variation de l'indice sur les douze mois suivants
déc-82	7.70	50.0%	56.4%
sept-87	1.53	14.0%	-7.4% après une baisse de -38.8% au plus bas fin 01/88)
déc-89	3.50	38.7%	-24.1%
déc-95	5.03	75.1%	23.7%
déc-96	4.14	71.3%	29.5%
déc-97	3.91	72.9%	31.5%
déc-98	4.37	113.2%	51.1%
déc-99	2.46	44.8%	-0.5%
févr-00	2.75	48.7%	-13.3%
déc-00	4.05	81.0%	-22.0%
sept-01	6.32	129%	-27.0% (mais après une hausse de 28.4% au plus haut fin mars 2002)

Source : Associés en Finance

Le tableau ci-dessus retrace les écarts observés en France, puis dans la zone Euro, depuis une vingtaine d'années entre la rentabilité anticipée des actions et les obligations, et les performances subséquentes du marché des actions. Par le phénomène bien connu de retour à la moyenne, lorsque cet écart est faible (octobre 1987, décembre 1989, février 2000, par exemple), il tend à se redresser, ce qui se traduit par une baisse du marché des actions, et vice-versa (décembre 1982, décembre 1998, septembre 2001, par exemple). La Banque d'Angleterre avait intégré de tels indicateurs à partir de 1999, sans aller jusqu'à intervenir directement sur les marchés d'actions.

Aujourd'hui, ces écarts sont à un niveau historique record dans la zone Euro, de respectivement 9,2% (Actions/Bons du Trésor) et de 7,90% (Actions/Obligations).

Réactions de Charles-Albert Michalet

L'explication de la déflation proposée par les auteurs repose essentiellement sur une analyse en termes monétaires et financiers, à l'exception de P. Artus qui fait de la nouvelle structure géographique des importations un facteur aggravant. Elle oublie du même coup les déterminants « réels ». L'hypothèse de travail que nous avançons est que pour comprendre l'émergence d'une tendance déflationniste qui concerne surtout les économies les plus industrialisées de la « triade », il est aussi nécessaire de prendre en compte l'apparition d'une situation de surcapacités de production liée à la globalisation. Cette extension du champ de l'analyse compléterait les analyses menées par les auteurs du rapport et ne s'y substituerait pas. Elle aurait l'avantage d'éclairer un aspect spécifique du phénomène de la déflation constitué par sa prégnance, souligné par J.P. Betbèze. On ne peut pas en sortir aussi rapidement que d'une situation keynésienne de sous-emploi. La définition d'un bon *policy mix* n'est plus suffisante.

L'hypothèse d'une surcapacité de production à l'échelle mondiale, dans certains secteurs, et qui pourrait être aussi désigné comme une suraccumulation du capital, est un effet de la globalisation. Il est le résultat du phénomène de plus en plus puissant dans les économies les plus industrialisées de la délocalisation de la production de biens et services vers les économies émergentes. Ce sont les firmes industrielles et financières qui sont le fer de lance de ce mouvement. Les firmes originaires des Etats-Unis sont, depuis longtemps, en tête de cette course à la production à l'étranger mais les firmes européennes et japonaises les talonnent depuis une quinzaine d'années. Les grandes firmes préfèrent investir à l'étranger que dans leur pays d'origine. La substitution de la production sur place à l'exportation obéit à trois grands déterminants : l'accès à des marchés protégés, la réduction des coûts et la concurrence oligopolistique. Ces déterminants ne sont pas exclusifs l'un de l'autre et peuvent se combiner dans des stratégies globales.

A la limite, les nouvelles stratégies aboutiront à la naissance « d'entreprises sans usines », selon la formule du Président d'Alcatel - ce qui, dans la terminologie américaine, est désigné depuis le milieu des années 80 comme des « hollow » ou « virtuals » corporations. Succédant à l'impératif de « l'internalisation », le nouveau mot d'ordre est celui de « l'externalisation »,

c'est à dire le transfert des fonctions qui ne constituent pas le « cœur de métier » de l'entreprise à des partenaires plus efficaces qui, souvent, sont situés à l'étranger. Ce déplacement de la production des biens et services à l'étranger dans les économies émergentes d'Asie ou de l'Europe de l'Est, sans parler du nombre croissant des zones franches d'exportation du type de celles du Costa Rica, de l'île Maurice ou de Batan... a des effets en retour sur l'économie des pays d'origine des investisseurs, celles qui sont précisément menacées de sombrer dans la déflation. Ces effets en retour concernent le marché du travail. Il s'agit de l'aspect le plus étudié. Les industries et les services délocalisés sont l'une des causes du chômage de la main d'oeuvre faiblement qualifiée des pays de la triade. Mais l'effet en retour le plus fort à long terme et qui ne semble pas avoir encore reçu toute l'attention nécessaire concerne les implications sur les capacités de production. Sur celles des pays d'origine des firmes multinationales en premier lieu. Si les firmes y investissent moins qu'à l'étranger, c'est parce que la demande est saturée et les coûts de production élevés. Mais comme la création de nouvelles capacités de production à l'étranger ne se solde pas par la fermeture immédiate des usines de la même branche dans le pays d'origine, une situation de surproduction se crée avec une tendance à la baisse des prix. Celle-ci est accélérée à la fois par la course aux économies d'échelle qui pousse à l'installation de nouvelles unités de grande taille et par l'augmentation des importations des biens et services en provenance des pays où se sont effectuées les délocalisations (cf. tableaux III2, III3, III4 dans P. Artus). En second lieu, dans les économies d'implantation aussi, le risque de surcapacité existe. Il est provoqué par les effets de la concurrence oligopolistique sur le marché mondial qui provoque une surenchère à l'investissement dans les pays les plus attractifs. Etre dans le groupe des « first movers » devient un impératif catégorique. Au risque de voir les capacités d'absorption locales augmenter moins vite que les capacités de production. L'excédent dès lors doit être exporté vers les pays d'origine, là où il existe un pouvoir d'achat et s'ajouter à l'offre locale qui se confronte à une demande largement saturée. Ainsi, la déflation peut apparaître comme une caractéristique de la globalisation multidimensionnelle dans laquelle interfèrent les dimensions du commerce, de la production et de la finance.

Réactions de Jacques Mistral

Le risque déflationniste a été évoqué à plusieurs reprises dans le courant de l'année 2002 ; ces craintes ont eu aux Etats-Unis une origine géographique assez circonscrite, à proximité de Wall Street. Les économistes de marché ont ainsi tenté de faire pression sur la Fed pour obtenir une baisse plus rapide et/ou plus prononcée des taux d'intérêt. Pour appuyer cette demande, ils pouvaient même faire référence à un papier de la Fed elle-même établissant, sur la base de l'expérience japonaise, que face à la menace déflationniste, il fallait agir préventivement et vigoureusement. La Fed a répondu partiellement à ces attentes, le Chairman Greenspan ayant à plusieurs reprises expliqué 1) qu'aucun risque déflationniste ne semblait proche 2) qu'en tout état de cause la conduite de la politique monétaire était orientée « pour prévenir toute pression déflationniste bien avant que cela ne devienne un problème ». Cela résume

bien le consensus, l'hypothèse la plus probable, mais cela n'interdit pas de réfléchir à un scénario plus sombre.

Les enseignements de l'histoire (M. Aglietta) et de l'analyse économique (P. Artus) invitent à retenir 3 éléments constitutifs majeurs du risque déflationniste : le blocage de la demande finale, un élément de fragilité financière, la flexibilité des prix. Cette dernière s'est, évidemment, considérablement accrue dans cette économie depuis 15 ans, cela crée la possibilité d'évolutions conjoncturelles totalement atypiques par rapport à la période inflationniste, mais ce n'est qu'une condition permissive. Sur le plan financier, les bilans bancaires étaient au moment du retournement cyclique, considérés comme sains, une situation beaucoup plus favorable qu'à l'occasion d'épisodes précédents ; l'endettement des entreprises et des ménages, en revanche, est élevé, cela constitue un point d'interrogation depuis des mois, mais il ne semble pas y avoir de risque imminent. Reste la demande finale.

L'évolution de la demande depuis deux ans a été caractérisée par un recul prononcé de l'investissement et des stocks des entreprises, par le maintien d'un niveau de consommation élevé, par la poursuite du boom immobilier résidentiel, par le soutien agressif des politiques budgétaire et monétaire et enfin par une forte dégradation du solde extérieur. Le consensus des prévisionnistes a régulièrement anticipé une reprise de l'économie dans laquelle l'investissement prendrait le relais des stocks, de l'immobilier et des politiques budgétaire et monétaire. Mais l'année 2002 a été clairement décevante, l'excès de capacité est resté élevé et les perspectives de rentabilité médiocres. Le redémarrage de l'investissement est-il simplement retardé, ce qui pourrait conduire au schéma dit en W ? ou bien y a-t-il des risques plus sérieux ?

La menace de voir l'économie américaine plonger dans un piège structurel doit être appréhendée dans une perspective de plus long terme. Il faut s'abstraire des débats sur le décennie 90 et la « nouvelle économie » et scruter plutôt la période d'après-guerre dans son unité. Ce que l'on observe alors, c'est une croissance fondée sur la consommation privée, sur l'expansion illimitée de l'habitat individuel en zone péri-urbaine et sur l'endettement. La détérioration continue du solde extérieur, qui atteint cette année environ 5% du PNB, est le reflet d'un mode de croissance dans lequel l'expansion de la capacité de production n'a, fondamentalement, jamais été en ligne avec la demande finale.

Le regard porté sur l'évolution récente est, si l'on se situe dans cette perspective, assez différent, et l'idée de contraction structurelle peut apparaître avec plus de force. La réduction des taux d'intérêt à hauteur de 500 points de base en 12 mois et l'injection ex-ante de près de 3% de PNB dans le compte des ménages a effectivement soutenu l'activité, mais l'ampleur sans précédent de ce soutien ne se reflète que partiellement dans le résultat, une croissance du PNB de 2,4% en 2002 : les déterminants « fondamentaux » de la conjoncture poussaient, hors politique économique, à une vraie récession. Quant au logement, il atteint des sommets, mais le divorce se creuse avec l'état du marché du travail et la demande de maisons nouvelles est de plus en plus artificiellement dépendante de taux d'intérêt historiquement bas alors même qu'une part croissante du risque immobilier est concentré dans les institutions de refinancement (*Fannie Mae* et *Freddie Mac*) ; face à la montée possible des risques *mortgage* consécutifs à l'absence d'amélioration du marché du travail, il sera d'ailleurs bientôt justifié d'ajouter leur endettement à celui de l'État fédéral pour avoir une bonne mesure de cette économie de dette.

En tout cas, cette interprétation de la conjoncture récente n'est pas contradictoire avec un certain nombre de signaux qui ont marqué l'année écoulée : défiance à l'égard des « *Corporates* » que manifeste l'accroissement des *spreads*, défiance vis-à-vis du dollar et difficultés de financement de la balance courante, mises en garde à l'égard de *Fannie* et *Freddy*.

L'arrivée à son terme du mode de croissance « *suburbain* » pourrait avoir dans le contexte actuel des conséquences dramatiques. Une chose que l'on a observée avec certitude depuis 18 mois, en effet, est le soutien apporté aux ménages par l'accroissement de leur patrimoine immobilier. Que le marché se retourne – ce qu'il peut faire sans « explosion », mais simplement par contraction et effacement des acheteurs en période d'incertitudes et de crise – et l'impact sur le comportement des ménages pourrait être dévastateur. La contraction de la consommation repousserait aux calendes grecques les perspectives de reprise de l'investissement. Et la rapidité des gains de productivité, régulièrement célébrée par Alan Greenspan comme symbole de la « résilience » et donc des promesses de cette économie, se transformerait en menace immédiate sur l'emploi.

La hausse du taux de chômage pesant sur les évolutions salariales, la hausse des prix des services, supérieure à 4% en 2002 pour beaucoup d'activités dans un contexte de demande soutenue, pourrait se ralentir brutalement entraînant celle du niveau général des prix (1,5% hors alimentation et énergie sur les 3 derniers mois). Le piège structurel serait alors refermé : blocage de la demande, marché du travail et prix flexibles, localisation de la crise financière dans la dette immobilière.

Au total, on ne peut exclure l'hypothèse d'un risque déflationniste pour l'économie américaine, même si cela paraît à ce stade peu probable. En tout cas, si les signes précurseurs venaient à se multiplier, il est certain que les autorités américaines mettraient tout en œuvre – en matière de budget, de monnaie et de change – pour l'écarter. Ce scénario soulève ainsi un problème de coordination internationale sans précédent ; la pente naturelle du marché des changes serait en effet de prolonger la réévaluation de l'euro (seule monnaie concurrente au dollar pour la diversification des patrimoines) alors que les déficits bilatéraux des USA sont principalement vis-à-vis de l'Asie et des 2 partenaires nord-américains (Mexique et Canada). Un ajustement inadéquat du dollar pourrait ainsi, paradoxalement, propager les pressions déflationnistes en Europe.

Réactions de Jean-Paul Pollin

Il me semble que les effets délétères de la déflation résultent de phénomènes d'asymétries dans la forme et les conséquences des ajustements de prix. Ce que je retiens, et ce qui me sépare en partie, des arguments développés par les auteurs du Cahier tient en deux parties :

1 – La sensibilité de l'activité et de l'emploi aux variations de prix est plus forte à la baisse qu'à la hausse. En d'autres termes l'arbitrage prix-volume (ou inflation-activité) est différent selon que l'on est en situation d'excès d'offre ou au contraire d'excès de demande. Il existe à l'évidence une rigidité à la baisse des prix et des salaires qui implique un fort ajustement du niveau et des facteurs de

production lorsque la demande se contracte. Bien entendu, on fait ici abstraction des baisses de prix induites par des gains de productivité qui ne constituent pas à proprement parler un phénomène de déflation.

Dans ces conditions une économie soumise à des redéploiements, à des glissements de la demande d'un marché à l'autre, doit subir une dérive du niveau général des prix. Parce qu'il n'y a pas de compensation des hausses et des baisses de prix entre les différents marchés, le taux d'inflation optimal de toute économie (du moins dans les pays développés) est certainement positif et d'autant plus élevé que les redéploiements sont importants. Cela ne signifie pas que le plein emploi peut toujours être obtenu en contrepartie d'une augmentation de prix, mais l'équilibre d'une économie soumise à des restructurations se conjugue fatalement avec une dérive inflationniste. Et en ce sens e n'est pas seulement la déflation qui est dangereuse pour la stabilité économique ; c'est plus généralement un taux d'inflation trop faible au regard des asymétries d'ajustement.

Cette remarque s'applique aussi aux asymétries entre pays (ou régions) qui naissent de l'hétérogénéité des économies nationales (ou régionales). C'est ainsi qu'au sein de la zone euro la diversité des situations de compétitivité nécessite des évolutions différentes des taux d'inflation. En particulier l'Allemagne doit accepter, pour les années à venir, une inflation sensiblement plus faible (de 1 à 2 %) que la moyenne de la zone. Tandis que les pays du Sud, en phase de rattrapage, devraient connaître une inflation supérieure à cette moyenne. Si l'on accepte l'objectif d'inflation choisi par la BCE (autour de 1 %) ces écarts impliquent une inflation très faible voire négative en Allemagne. Ce pays serait en quelque sorte contraint par ses problèmes structurels et par la stratégie monétaire à une politique de "déflation compétitive". Or une telle solution est très dangereuse et son coût risque d'être lourd pour l'Allemagne et pour ses partenaires. Il est donc vraisemblable que le taux d'inflation optimal pour la zone euro se situe plus près de 4 que de 2 %.

2 – Par ailleurs, l'évolution des prix entraîne (surtout lorsqu'elle n'est pas anticipée) une réévaluation des créances et des dettes. Mais cette redistribution entre prêteurs et emprunteurs n'est pas à somme nulle. En cas de déflation l'appauvrissement des débiteurs n'implique pas un enrichissement des créanciers. L'augmentation de la probabilité de défaut des uns entraîne aussi une dégradation de la position des autres. Derrière la compensation comptable l'asymétrie des situations et des réactions individuelles débouche sur un effet macroéconomique négatif. En d'autres termes la déflation produit une diminution globale de la richesse nette.

Il est sans doute important de s'interroger sur la causalité entre prix d'actifs et prix des biens et services dans le mécanisme cumulatif de déflation. L'histoire économique semble montrer que c'est plutôt l'effondrement des prix d'actifs qui ont eu le rôle moteur dans le déclenchement des grandes déflations. Quoiqu'il en soit on retiendra que la baisse des prix (des actifs ou des biens) n'a jamais, dans ces circonstances, un effet stabilisant et que c'est dans la phase financière que se joue la transformation de chocs ponctuels en une spirale déflationniste.

Car la baisse de la richesse nette ne se traduit pas seulement par un resserrement des contraintes de budget, elle réduit aussi les capacités de financement parce qu'elle déprécie la valeur des garanties auxquelles

s'adosent les contrats financiers. C'est à dire que la diminution de la richesse rend plus difficile le recours aux banques aussi bien qu'aux marchés financiers. Ce qui amplifie le choc initial.

L'importance de cet effet dépend de l'architecture du système de financement ainsi que de son articulation avec le système productif. Par exemple, l'existence de relations de long terme entre banques et entreprises permet de lisser les fluctuations des prix d'actifs et donc d'atténuer leur effet amplificateur sur la demande globale. De même que les modes de calculs des résultats ou de comptabilisation des pertes et plus généralement le système de valorisation des actifs ont ici une influence déterminante. Et de ce point de vue, il faut bien convenir que le dérèglement financier, en donnant plus de poids aux jeux et aux prix de marchés, a accentué l'instabilité du système économique. Il faudrait enfin tirer les conséquences de cette évidence.

Au-delà de sa maîtrise de l'inflation, la politique monétaire peut –elle et doit-elle réguler les prix d'actifs ? Je suis sur ce point bien plus sceptique que les rédacteurs du Cahier. Je considère que cette proposition est difficile à justifier, parce qu'elle peut offrir une assurance et donc une incitation à la spéculation. De surcroît elle me paraît bien difficile à mettre en œuvre, parce qu'une hausse des taux d'intérêt ne peut casser la formation d'une bulle spéculative et parce qu'il est irréaliste de prétendre connaître la valeur des "fondamentaux".

C'est pourquoi je considère qu'il n'y a d'autre solution que d'adopter et de renforcer la régulation prudentielle du système financier. Sans entrer dans les détails, ce qui me paraît essentiel en ce domaine c'est :

- . d'éviter de mélanger le jeu des marchés et la logique d'intermédiation. Il faut en particulier se garder de comptabiliser en valeur de marché les opérations des institutions financières,
- . accroître les exigences de fonds propres sur les risques de marché, ce qui peut être une façon de réintroduire un cloisonnement entre les activités bancaires,
- . de promouvoir le provisionnement dynamique qui incite les institutions financières à une vision prospective de leurs risques de crédit, et qui gomme le caractère pro-cyclique du ratio de stabilité,
- . de réfléchir à un renforcement des systèmes de gouvernance des institutions financières, qui me semble comporter bien plus d'enjeux que la gouvernance des entreprises,
- . d'éviter les mesures fiscales qui orienteraient excessivement l'épargne vers des placements de marché. Parce qu'il faut assurer la sécurité des épargnants mais aussi parce que la sécurité des financements est mieux assurée dans un système intermédié.

Réactions de Christian Saint-Etienne

Dictionnaire de la déflation :

Il faut distinguer les notions de déflation absolue et de déflation relative.

- Déflation absolue nominale : baisse durable (au moins quatre trimestres consécutifs) des prix à la production et à la consommation.

- Déflation absolue nominale et réelle : baisse durable des prix à la production et à la consommation (au moins quatre trimestres consécutifs) et baisse de l'activité réelle (au moins deux trimestres consécutifs).

- Déflation relative :

- interne : taux d'intérêts réels durablement supérieurs (au moins quatre trimestres consécutifs) au taux de croissance du PIB réel.

- externe : inflation importée (hors énergie et matières premières) durablement inférieure (au moins quatre trimestres consécutifs) à la hausse des prix de la production interne.

On peut donc être en déflation relative interne et/ou externe sans connaître de déflation absolue.

La déflation, qu'elle soit absolue ou relative, modifie les interactions stocks-flux :

- dans le cas d'une déflation absolue nominale (sans baisse de l'activité réelle), la valeur des dettes augmente en pouvoir d'achat,

- dans le cas d'une déflation absolue nominale et réelle, la valeur des dettes augmente en proportion de la valeur nominale de la production et des biens échangés,

- dans le cas d'une déflation relative interne, le service de la dette augmente en proportion de la production en valeur,

- dans le cas d'une déflation relative externe, en supposant une évolution comparable de la productivité interne et externe, la marge nette des producteurs internes doit augmenter moins vite ou baisser davantage que celle des producteurs externes. Sous cette dernière hypothèse, le poids de la dette (et du service de la dette) augmente relativement plus vite, en proportion de la marge nette, en interne qu'en externe.

Les membres du Cercle des économistes

Michel Aglietta, Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré,
Jean-Paul Betbéze, Jean-Pierre Boisivon,
Christian de Boissieu (Vice-Président), Anton Brender,
Pierre Cahuc, Jean-Michel Charpin, Jean-Marie Chevalier,
Élie Cohen, Michel Didier, Pierre Dockès, Henri Guillaume,
Marc Guillaume, Bertrand Jacquillat, Pierre Jacquet,
Jean-Dominique Lafay, Jean-Hervé Lorenzi (Président),
Catherine Lubochinsky, Charles-Albert Michalet,
Jacques Mistral, Olivier Pastré, Anne Perrot,
Jean Pisani-Ferry, Jean-Paul Pollin, Dominique Roux,
Christian Saint-Étienne, Christian Stoffaës (Vice-Président),
Daniel Vitry.

Cahier n° 1, mars 2003

DÉFLATION : QUEL DANGER ? QUELLES PROTECTIONS ?

Les Cahiers du Cercle des économistes
32 rue Cassette, Paris 75006

Directeur de la Publication,
Président du Cercle des économistes :
Jean-Hervé Lorenzi
Rédacteur en chef : Patrick Artus

ISSN en cours