

# INSTITUT EURO 92

## *L'ERE DE LA DEFLATION ?*

Par Henri LEPAGE

*Le monde industriel connaît actuellement une phase de désinflation qui n'est pas près de s'interrompre. Ceci est le résultat d'un processus d'enchaînements complexes à caractère "déflationnaire", dont il n'est pas impossible qu'il conduise à la réapparition durable d'évolutions de prix négatives. Dans le long terme, la déflation n'empêche pas nécessairement la croissance. Elle intensifie toutefois les risques de dérapages "dépressifs" et de dépression "longue", dans les pays où les rigidités restent les plus grandes.*

(Avril 1996)

## LES DOUZE POINTS

1. Nous sommes entrés dans un monde sans inflation qui, en tout état de cause, est fait pour durer encore au moins près d'une dizaine d'années.

2. Ceci est le résultat d'un processus d'enchaînements complexes à caractère « déflationnaire » dont il n'est pas impossible qu'il conduise à la réapparition d'évolutions de prix négatives. Il n'y a en effet pas de raison pour que « l'inflation zéro » soit un phénomène stable.

3. Sans nous en rendre compte, nous avons changé de système monétaire international. Le pouvoir régalién de création de monnaie est aujourd'hui limité par l'émergence d'une sorte de « futures exchange standard » qui réimpose aux banques centrales des contraintes somme toute voisines de celles de l'étalon-or.

4. Il ne faut pas avoir peur de la « déflation ». Ce fut le régime dominant du capitalisme occidental du 19<sup>ème</sup> siècle (en gros deux années sur trois), et cela n'a pas empêché les grands pays industriels de faire leur décollage avec des rythmes de croissance non négligeables.

5. La déflation n'est pas nécessairement une période d'anti-croissance. C'est d'abord et avant tout une période de redistribution des cartes qui remet en cause les positions et places acquises. Mais les risques d'engrenage « dépressif » sont réels - du moins pour certains pays.

6. L'élargissement de la croissance à de nouveaux pays « émergents » est un phénomène récurrent qui, historiquement, accompagne les phases « déflationnaires » de l'économie occidentale. Il a pour conséquence mécanique d'accroître la dispersion des performances financières des entreprises occidentales, et donc aussi celle des performances économiques des vieux pays industrialisés.

7. L'une des conséquences de cet environnement « déflationniste » est qu'à l'heure actuelle toute politique macroéconomique de nature conjoncturelle, qu'elle soit monétaire ou budgétaire, ne peut qu'être impuissante à jouer un rôle de relance.

8. Le seul type de politique qui ait quelque chance de provoquer des effets positifs, est une politique d'assainissement structurel (équilibre budgétaire, déréglementation, flexibilité). Nous entrons dans la troisième étape du processus de déflation : celle de la déflation des dettes de l'Etat.

**9. L'Etat-providence a surtout servi les intérêts d'une génération particulière. Ce n'est pas une institution « soutenable ». C'est pourquoi les taux d'intérêt réels resteront encore longtemps à des niveaux historiquement élevés, maintenant ainsi la pression déflationniste sur nos économies.**

**10. A bien des égards, la mondialisation financière peut s'analyser comme la remise en place d'une structure de mobilisation de l'épargne destinée à assurer le relais d'un Etat-providence hors d'état d'assurer sa pérennité. A court et moyen terme, à défaut d'assainissement rapide des finances publiques, cette reconstitution de l'épargne fait apparaître un risque croissant d'enchaînement récessif cumulatif.**

**11. Un monde sans inflation est un monde où tenir sa promesse retrouve sa vertu. C'est donc un retour aux vraies valeurs fondamentales d'une société fondée sur le droit et le respect des droits et contrats individuels.**

**12. Les pays les plus menacés d'engrenage « dépressif » sont ceux où les rigidités restent les plus grandes, et où l'on se montrera le moins pressé à réduire les dépenses publiques.**

## *L'ère de la déflation ?*

Nous vivons actuellement une phase longue de désinflation. Celle-ci a déjà près d'une quinzaine d'années. Grosso modo, ses débuts coïncident avec la grande récession américaine de 1982. Depuis cette date on assiste à une longue décroissance de la vélocité de la monnaie.

Cette désinflation est le produit de politiques monétaires plus restrictives. Mais on ne peut dire qu'elle ait réellement été « voulue ». La fuite en avant mondiale dans l'inflation ne pouvait indéfiniment se poursuivre en raison des désordres qu'elle générerait. Avec la généralisation de la stagflation, et l'épuisement de ses effets artificiels sur la croissance et l'emploi, le processus devait se retourner puisqu'il perdait sa raison d'être.

### **Depuis 1982, une phase longue de désinflation.**

La déréglementation financière fut l'un, sinon l'élément clé de ce processus de retournement de tendance. La croissance des liquidités monétaires en eurodollars, nourrie par l'accélération de l'inflation mondiale, conduisait à l'écroulement du système de cloisonnement financier hérité de l'après-guerre. C'est ainsi que certains (Charles Gave par exemple) datent le début du retournement en 1978, l'année de la suppression de la fameuse « réglementation Q ».

Aujourd'hui nous sommes arrivés à un état mondial d'**inflation zéro**. Cela ne veut pas dire qu'il y ait inflation nulle partout. Mais que, grosso modo, nous sommes désormais dans une situation où - en se fondant sur la mesure de la base monétaire mondiale - on peut affirmer sans grand danger de se tromper qu'il n'existe plus de pression monétaire inflationniste globale. En ce qui concerne la France, il est clair par exemple que ce qui reste de hausse des prix (2 %) concerne essentiellement des « prix publics » (hausse de la TVA) ou des « prix administrés » - sans compter toutes les imperfections des relevés statistiques de l'INSEE qui intègrent très mal les

opérations de ristournes et rabais de plus en plus pratiquées à grande échelle par l'industrie dans le climat actuel.

La question qui se pose désormais est de savoir : 1. si cette élimination de l'inflation est un phénomène qui va durer, et 2. si la pression désinflationniste qui nous a mené à l'inflation zéro ne risque pas de continuer son travail et de faire resurgir de véritables situations de déflation, caractérisées par la réapparition d'évolutions de prix négatives.

### **Un monde sans inflation<sup>1</sup>.**

Sur la première interrogation, il semble qu'on ne peut que répondre par l'affirmative, et pronostiquer que l'absence d'atmosphère inflationniste restera la règle pour au moins les cinq, dix, voire quinze années qui viennent. **Nous sommes entrés dans un monde sans inflation qui, en tout état de cause, est fait pour durer encore au moins près d'une dizaine d'années.**

La raison de ce diagnostic est liée aux facteurs qui commandent le déroulement des **enchaînements de type « déflationnaire »** à l'oeuvre depuis les années quatre vingts. Il sont principalement au nombre de quatre : **la hausse du niveau moyen des taux d'intérêt** dans le monde, **la mondialisation des marchés financiers** (au fonctionnement par ailleurs de plus en plus sophistiqué), le poids atteint par **les finances publiques** dans l'économie, **l'essor de nouvelles technologies** recréant les conditions d'une concurrence industrielle généralisée.

Fondamentalement, l'inflation est le produit de taux d'intérêt trop bas maintenus artificiellement, grâce à la création monétaire, à un niveau inférieur au taux d'intérêt « naturel » de l'économie (généralement considéré

---

<sup>1</sup> Les pages qui suivent ne constituent pas à proprement parler une « prévision », ni même une « prédiction ». Il s'agit plutôt d'une esquisse de réflexion encore imparfaitement structurée, dont l'objectif est double : d'une part, mettre en relation et donner un sens, dans une perspective de longue durée, à un ensemble de faits et d'analyses généralement traités de manière non coordonnée; d'autre part, de susciter un débat en posant des questions qui n'hésitent pas à se montrer quelque peu impertinentes à l'égard de certains interdits de la pensée économique traditionnelle.

comme égal au taux de rendement moyen de long terme du capital : 3 %). C'est ce qui a provoqué le dérapage des années 1970. A l'inverse, le passage à des taux durablement plus élevés génère la diffusion de processus « déflationnistes ». Or, depuis le milieu des années 1980, le monde est entré dans une ère de taux réels particulièrement élevés<sup>2</sup>.

Cette hausse des taux d'intérêt peut s'expliquer par l'addition de plusieurs causes : le resserrement durable des politiques monétaires joint aux délais d'ajustement des anticipations, l'influence du démarrage économique de pays émergents offrant au moins temporairement des perspectives de rendement particulièrement élevés, le poids croissant des prélèvements publics; tout cela sur un marché où l'inflation des années précédentes, jointe aux effets pervers de la généralisation de « l'Etat-providence » (non renouvellement des familles, mentalité d'assistés, perte du sens de la « précaution »), a eu pour conséquence d'anémier les mécanismes créateurs d'épargne véritable.

Après le grand gaspillage des années d'inflation, nous traversons donc **une ère de reconstitution de l'épargne** aux conséquences *initialement*

---

<sup>2</sup> C'est ce que Charles Gave reformule de manière plus précise en écrivant ce qui suit :

« L'inflation et la déflation sont des phénomènes monétaires. L'inflation se produit quand cela vaut la peine d'emprunter, lorsque l'emprunteur est gagnant. La déflation se produit lorsque cela vaut la peine de prêter, lorsque le prêteur est gagnant.

A tout moment, dans une économie donnée, les profits peuvent être transformés en investissements ou en rentes, c'est à dire en instruments sans risque garantis par le gouvernement concerné. Si l'on retient l'hypothèse qu'à long terme le rythme de croissance des profits et celui de l'économie sous-jacente convergent, alors il est évident que, si les taux d'intérêt à long terme se situent au-dessus du taux de croissance de l'économie, les détenteurs de capital vont cesser d'investir et vont cesser d'emprunter tandis que la masse monétaire va se contracter, que sa vélocité va diminuer, etc...

En réalité, si cela rapporte d'emprunter (lorsque les profits progressent à un rythme supérieur au niveau des taux d'intérêt), les gens empruntent, le multiplicateur bancaire augmente, la préférence pour la liquidité diminue, la masse monétaire (M<sup>2</sup>) se développe et, avec les délais de réponse habituels, les prix montent, ce qui justifie d'emprunter encore, etc... Au contraire, si le coût du capital excède le rythme de croissance attendu des profits, la spirale va se dérouler dans l'autre sens : les gens vont cesser d'emprunter, le multiplicateur bancaire va baisser, la préférence pour la liquidité va augmenter ».

Source : *document Cursitoir-Cecogest, Juin 1995.*

profondément déflationnistes. Cette phase, à notre avis n'est pas encore près de s'achever.

Cette phase se terminera un jour par le retour à des taux d'intérêt plus bas. Mais pour que les taux d'intérêt actuellement pratiqués baissent, il faudra d'abord que soit réglé le problème des prélèvements et déficits publics. Or là nous n'en sommes visiblement qu'aux tous premiers balbutiements. D'où le diagnostic que la « **pression déflationnaire** » qui caractérise notre époque va rester avec nous pendant encore une bonne période de temps.

### **Un processus de longue durée.**

Nous venons d'entrer dans **la troisième phase** du processus. La première correspond au virage des politiques monétaires du début des années quatre-vingts. Paradoxalement, c'est une période où l'endettement tant des particuliers que des Etats croît de plus belle du fait du décalage temporel nécessaire pour que les anticipations des agents économiques commencent à tenir compte du changement de climat et s'y ajustent. Conséquence : la formation de « **bulles spéculatives** » correspondant à des investissements faits sur des anticipations de prix qui ne se réaliseront jamais du fait des changements de cap de la politique monétaire.

Ces édifices spéculatifs devaient nécessairement s'effondrer un jour. C'est ce qui s'est passé au tournant des années quatre-vingts/quatre-vingt dix, avec la baisse brutale du cours de nombreux actifs immobiliers et ses répercussions sur les politiques d'endettement. La crise financière, avec les difficultés de solvabilité qui en résultent pour de nombreux établissements, marque le tournant qui nous a fait passer de plein pied dans la seconde phase, celle de **la « déflation » des dettes privées**. Le mouvement est cumulatif. La réduction de la valeur des actifs et des patrimoines nourrit un sentiment croissant d'insécurité qui pousse encore davantage les gens à donner la priorité au désendettement. La priorité industrielle passe à l'assainissement des bilans et au redressement des profits, cependant que les salaires se tiennent tranquilles du fait de la montée du chômage et de l'insécurité économique.

Ce choc financier ne pouvait pas en effet ne pas être suivi de conséquences sur la sphère économique réelle. C'est le retour des « crises »

classiques. S'ajoutant au niveau élevé des taux d'intérêt réels, la crise déstabilise l'état des finances publiques qui menacent littéralement d'exploser. Il apparaît de plus en plus clairement que dans un contexte de taux d'intérêt réels à 5 , voire 6 %, à quoi s'ajoutent les changements démographiques qui sont une conséquence endogène de l'Etat-providence lui-même, il n'est plus possible d'envisager un financement « soutenable » de nos systèmes actuels de welfare. C'est la troisième étape qu'il s'agit maintenant d'engager : celle de **la déflation des dettes de l'Etat**.

### **L'inflation n'est désormais possible qu'en autarcie**

**La « mondialisation »** économique et financière joue un rôle essentiel dans ce processus de déflation de longue durée. Elle rend impossible, elle **met pratiquement « hors la loi » la fuite en avant dans l'inflation** dans la mesure où l'extrême réactivité des marchés, liée à leur sophistication croissante, aboutit à capitaliser instantanément dans les taux d'intérêt les futures conséquences anticipées des décisions prises aujourd'hui (généralisation des anticipations rationnelles). Résultat : le gouvernement qui veut faire de l'inflation déchaîne au contraire la récession !

Lorsqu'un pays est uni à d'autres par une politique de parités fixes, le poids des marchés signifie qu'il est désormais impossible de faire plus d'inflation que le moins inflationniste des pays auxquels il est lié. Le système s'aligne toujours sur celui dont l'évolution du système de prix est la plus basse (ce que l'on constate même pour l'Allemagne, aujourd'hui victime de l'effet boomerang des pressions déflationnistes qu'elle a exporté vers l'économie française). C'est le problème du Système monétaire européen.

Un pays dont le taux de change flotte conserve une certaine marge de liberté. Mais il ne peut plus non plus en abuser autant qu'autrefois dans la mesure où la présence des marchés signifie que les sanctions seront à la fois plus lourdes et beaucoup plus rapides à se manifester ( « stagflation » accentuée, baisse des changes, et donc baisse du pouvoir d'achat externe de la population, transfert de patrimoine au profit des étrangers) que ce n'était le cas autrefois, à l'époque où le jeu était, à l'abri du cloisonnement des marchés financiers et monétaires, d'empocher immédiatement les gains



politiques de l'inflation pour en faire payer la note des conséquences économiques ultimes par le gouvernement suivant.

L'inflation ne peut plus être une politique alternative que dans des pays qui accepteraient volontairement de s'engager sur la voie d'un retrait par rapport à tous les acquis de la libération internationale des échanges, et qui, de ce fait, se condamneraient à faire le choix du retour à « l'autarcie »<sup>3</sup>.

Un pays qui ferait ce choix se condamnerait à **refaire l'expérience de déclin absolu qu'a connu l'Argentine** des années 1920 à 1950 sous l'influence des doctrines syndicalo-corporatistes de l'époque.

### **L'inflation-zéro est-elle stable ?**

Maintenant que nous sommes, globalement, arrivés à **un palier d'inflation zéro**, la question est de savoir s'il s'agit d'une situation stable - ou si, au contraire, la continuation de la pression « déflationnaire » ne risque pas de nous faire glisser dans un monde où nous aurions la surprise de faire à nouveau l'expérience de **véritables déflations** - c'est à dire de voir réapparaître des **prix qui baissent** en valeur absolue.

Le seul fait de poser une telle question peut passer pour une provocation tant est unanimement répandue l'idée qu'il s'agit là d'une hypothèse qui ne peut plus se poser dans un monde post-keynésien débarrassé des « superstitions » économiques d'antan. Mais cela ne revient-il pas à remplacer une superstition par une autre ?

---

<sup>3</sup> Selon Charles Gave, ce nouveau contexte est la conséquence de ce que, sans le savoir, **nous aurions changé de système monétaire international**. Le pouvoir régalién de création de monnaie, et donc le pouvoir de l'Etat de s'approprier la rente de seigneurage se trouverait aujourd'hui limité par l'apparition d'une sorte de « **futures exchange standard** », qui réimposerait aux banques centrales des contraintes somme toute assez proches de celles de l'étalon-or. A travers le chaos des années d'inflation, de nouvelles formes de régulation monétaire, de nouvelles institutions sont nées - qui ne doivent rien au dessein des hommes d'Etat, mais tout à l'imagination sans fin d'agents décentralisés cherchant à se protéger de l'instabilité monétaire créée par la puissance publique. Un nouvel et bel exemple « d'ordre spontané » du marché !

En fait, donner une réponse précise à la question telle qu'elle posée est impossible. Il n'existe pas de théorie économique qui autorise de faire des prédictions « scientifiques » sur ce sujet. Nous ne pouvons que suggérer quelques remarques.

D'abord, « l'inflation zéro » ne peut jamais être qu'une moyenne. Faire zéro d'inflation signifie qu'il y a des secteurs dont les prix continuent à monter, mais qu'il y a aussi des secteurs dont les prix nominaux baissent. Ce n'est pas en soi une situation nouvelle, ni anormale. Si l'inflation moyenne est nulle, il est inévitable que cela s'accompagne d'une baisse des prix des secteurs et industries où les gains de productivité sont les plus élevés. Même avec une inflation non négligeable, il y a des segments de marché qui connaissent de réelles baisses de prix sur la moyenne et longue période (cf l'informatique et le traitement des données, par exemple).

La nouveauté est toutefois l'augmentation du nombre de secteurs enregistrant des baisses réelles de prix - et non plus seulement des baisses de prix « relatives ». Que risque-t-il d'arriver si une majorité d'entreprises voient leurs prix passer dans le négatif ? N'oublions pas que pour une entreprise « endettée » la baisse de ses prix entraîne un « effet de levier » à rebours - c'est à dire un coût « réel » de remboursement croissant. N'y a-t-il pas là un facteur d'amplification financière de la pression déflationniste ?

### **Peut-on faire confiance aux banques centrales ?**

**Sur le moyen/long terme**, nos sociétés ont en principe les moyens institutionnels nécessaires à la stabilisation de l'évolution des prix au voisinage de zéro. Telle est précisément la mission qui est aujourd'hui explicitement confiée aux banques centrales européennes, désormais indépendantes. Cette mission concerne aussi bien les mouvements à la baisse qu'à la hausse des prix. D'où l'incrédulité de beaucoup quant à la possibilité de voir revenir en Occident des régimes de prix qui baissent durablement.

Par ailleurs, du point de vue de l'Etat, la déflation est une situation très désagréable. Des prix qui baissent, c'est perdre la rente traditionnelle de « seigneurage » - l'impôt sur les encaisses monétaires lorsque les prix montent. Simultanément, cela revient à augmenter les taux d'intérêt

« réels » servis sur les dettes accumulées dans le passé. Ce qui aggrave d'autant le problème des finances publiques et la contrainte à diminuer les dépenses. Les hommes de l'Etat (à la différence des citoyens, pour des raisons évoquées plus loin) ont intérêt à faire tout ce qui est en leur pouvoir pour y échapper. D'où précisément, dans le passé, la « démoniatiation » du concept même de déflation

Il faut cependant se souvenir qu'il n'y a pas si longtemps les mêmes experts nourrissaient l'illusion qu'il était possible de stimuler durablement la croissance en stabilisant l'inflation à un « taux raisonnable » de quelques pour cents. Ainsi avons-nous découvert la « potion miracle » de l'économie moderne ! Il a fallu rapidement déchanter. Cette stabilité était toute théorique. D'un palier à l'autre, le taux d'inflation s'est mis à progresser de plus en plus vite, jusqu'à ce que cette fuite en avant devienne insupportable. Ce ne sont ni les progrès de la science économique, ni la panoplie des modèles monétaires de plus en plus sophistiqués dont disposaient les banques centrales qui ont empêché cette dérive !

Croit-on que la tâche sera plus facile parcequ'il s'agira de « stabiliser » à un taux zéro plutôt qu'à 5 ou 6 % l'an ? Qu'est-ce que le taux zéro aurait de plus magique ?

Le niveau général des prix n'est qu'un concept abstrait, résultante d'une myriade de mouvements de prix relatifs. Bien qu'on observe une relation empirique *ex post* entre la monnaie et le mouvement des prix (théorie quantitative de la monnaie), celle-ci se fait indirectement par l'intermédiaire de ces millions de mouvements browniens. Pour être en mesure d'atteindre une cible de prix précise (en l'occurrence le « zéro-inflation ») il faudrait que la Banque centrale ait une connaissance exacte des mouvements relatifs de productivité dans tous les secteurs de l'économie, et soit en mesure d'en déduire les besoins monétaires nécessaires pour compenser et obtenir un indice des prix stable. C'est là une tâche de « planificateur » toute aussi vaine et impossible que celle autrefois visée par le Gosplan soviétique. Et cela pour les mêmes raisons fondamentales. Les chances que la Banque centrale a de viser juste sont aussi minimes que celles de trouver une aiguille dans une botte de foin. Et il n'y a rien qui permette d'affirmer que les risques d'erreur *à la baisse* soient nécessairement moins grands que les risques à la hausse.

## I

## **I ne faut pas avoir peur de la « déflation »**

S'il existe des possibilités non négligeables de réapparition de régimes de prix qui baissent, il ne faut pas nécessairement en avoir peur. De fait, **la « déflation » fut le régime dominant du capitalisme occidental du 19<sup>ème</sup> siècle (en gros deux années sur trois)**, et cela n'a pas empêché les grands pays industriels de faire leur décollage avec des rythmes de croissance pas négligeables du tout.

La désinflation a introduit une rupture dans l'environnement des agents économiques. Elle rompt avec les habitudes héritées d'une longue période d'inflation. Ce qui était bon avec l'inflation (l'endettement), est devenu pervers avec le ralentissement non anticipé du rythme de la hausse des prix. Ceux qui y gagnaient sont passés dans la catégorie des perdants, et vice-versa. En ce sens, la désinflation est belle et bien une expérience déstabilisante, voire - pour certains - traumatisante.

Avec l'arrivée du trend déflationniste des dix dernières années, le monde industriel avancé est entré dans une nouvelle ère marquée par l'irruption de la pression des pays émergents, l'accentuation de la concurrence internationale, une pression plus forte à la recherche à tous prix de la productivité, la fragilisation des « rentes » réglementaires héritées de la période précédente, la dictature croissante des normes financières, la réapparition des cycles économiques « classiques » et des crises boursières... autant d'éléments faisant apparaître une vie « moins facile », et contribuant à instiller **un sentiment de « crise » chez ceux qui sont les plus sensibles aux contraintes d'une « mobilité » accrue.**

Mais tout cela n'a pas nécessairement que des conséquences négatives pour la croissance. A contrario, cette phase de désinflation, c'est aussi un élargissement considérable des marchés à l'échelle d'une planète qui, depuis longtemps, n'avait plus connu une telle liberté de circuler, d'exporter, d'investir; l'arrivée sur le marché d'une immense population prête à travailler à des prix imbattables; une exploitation intensive des avantages de la division du travail; des taux d'intérêt élevés qui incitent à la reconstitution de l'épargne; une ère d'intenses innovations technologiques qui modifient les manières de faire, effondrent les coûts de production, font

jaillir des activités radicalement nouvelles, ruinent les vieux cartels<sup>4</sup>... autant de facteurs qui contribuent au jaillissement d'une « nouvelle croissance ».

« **Déflation** » ne veut pas nécessairement dire « **dépression** »

Qu'est-ce qui l'emporte : le plus ou le moins ? Cela dépend du point de vue de qui on se place. La seule chose que l'on puisse affirmer est que cette nouvelle dynamique pénalise en priorité les économies comme les entreprises, ou les ménages les plus endettés; qu'elle ne favorise pas les pays où l'on tarde le plus à entreprendre l'assainissement des finances privées comme celui des finances publiques; qu'elle ne fait pas de cadeaux à ceux qui s'accrochent le plus au maintien des privilèges et « faux droits » autrefois financés par la fausse monnaie de l'inflation. C'est **une période de fluidité**, une période qui remet en cause toutes les positions et places acquises, qui bouleverse les hiérarchies, à commencer par celle des performances économiques. Finies les progressions géométriques à la Herman Kahn, finies les grandes extrapolations sur l'avenir du monde. La déflation n'est pas nécessairement une période d'anti-croissance. C'est d'abord et avant tout une période de **redistribution des cartes**; une période où **la dispersion des taux de croissance augmente**. D'où, précisément, la perception très contrastée qu'on en a suivant que l'on se trouve à un endroit du monde ou à un autre.

---

<sup>4</sup> Pour une intéressante analyse du contenu « désinflationniste » de l'actuelle phase de redéploiement technologique, cf « *Will disinflation end ?* » par Giles Keating, Chief Economist à la CS First Boston. Sa thèse est que les caractéristiques mêmes de la révolution technologique en cours renforcent la dominance de comportements non-inflationnistes. L'irruption des nouvelles technologies accentue l'incertitude des choix économiques, mais conduit les individus à l'accepter en raison de l'énormité relative des gains qui y sont liés. Pour les situations individuelles, la chance compte plus que jamais, mais les enjeux sont aussi beaucoup plus importants. Une telle situation est peu propice au succès de stratégies cartellisatrices, alors que c'était l'inverse dans la période précédente. Cette situation doit perdurer jusqu'à ce que l'arrivée à maturité technologique des nouvelles activités s'y traduise par la réémergence de comportements cartellisateurs visant à « fermer » les marchés au profit de ceux qui ont été les premiers à s'y faire une place au soleil. Selon Keating cela ne saurait être le cas avant une dizaine d'années.

Bien sûr, la « déflation-dépression », cette menace que nous redoutons tant, suite aux lectures des récits terrifiants sur les crises économiques d'antan, cela existe, cela peut arriver. De telles situations (processus cumulatif « récession-baisse des prix-dépression ») sont susceptibles d'apparaître dans l'hypothèse où se développerait une préférence massive pour la liquidité de la part des consommateurs, préférence conduisant à une augmentation sensible du taux d'épargne. Mais il s'agit d'accidents qui relèvent plus de l'analyse conjoncturelle des cycles économiques, et de la pathologie des grandes erreurs de gestion politiques (même dans le cas des années trente), que d'une problématique de long terme.

L'expérience du siècle dernier confirme en tous cas que, dans le moyen/long terme, il y a indépendance entre le mode d'évolution des prix et la croissance. « Déflation » ne veut pas nécessairement dire « absence » ou « déficit » de croissance, alors qu'il y aurait une équation « inflation = croissance ». Cela est totalement faux. **En longue période, il y a indépendance entre le fait que le régime des prix est de nature plutôt inflationniste, ou plutôt déflationniste, et les performances économiques.** L'histoire montre qu'on peut obtenir toutes les associations possibles entre ces trois termes. L'histoire fait apparaître aussi bien des périodes de déflation accompagnées d'une croissance de l'activité économique, que des déflations accompagnées d'une contraction de l'activité.

### **La vraie relation entre « déflation » et emploi passe par les rigidités**

Il en va de même de l'emploi. L'inflation n'est pas toujours favorable à l'emploi, même s'il y a des périodes où l'inflation semble relancer l'emploi. A l'inverse, il ne faut pas croire qu'il y aurait nécessairement une relation systématique entre « déflation » et destruction d'emplois. Les données accumulées au cours du siècle dernier, et jusqu'en 1914, ne confirment pas cette hypothèse.

Que le nouveau trend s'accompagne aujourd'hui, en France et en Europe, d'une véritable « crise de l'emploi », cela est incontestable. Mais cette crise n'est pas quelque chose qui est foncièrement lié à la désinflation ou à la déflation. La relation est plus complexe. Le passage à la déflation s'accompagne d'une **contrainte plus grande de mobilité qui se heurte à toutes les rigidités** que les groupes de pression ont institutionnalisées

pendant la période de fuite en avant dans l'illusion inflationniste, à l'époque où l'on avait le sentiment qu'il suffisait d'injecter un petit peu plus de monnaie dans l'économie pour résoudre tout se permettre. Ce sont ces rigidités institutionnelles, héritées de la grande période d'inflation, qui font que le contenu en emplois de la croissance de la période suivante se trouve considérablement réduit - sans que cela exprime une relation nécessaire et inévitable entre déflation et emploi. Dans le long terme, l'évolution de l'emploi est quelque chose qui dépend fondamentalement des rigidités qui encadrent le fonctionnement du marché de l'emploi.

Le même raisonnement peut être appliqué au déficit de croissance qui se manifeste dans certains pays par rapport à d'autres (comparaison Europe/Amérique). Celui-ci est plus une manifestation de la différence de niveau et de progression des prélèvements étatiques en tous genres, et de ses conséquences sur les motivations individuelles, qu'un fait inéluctable lié au régime de prix dominant.

### **Un principe de régulation socialement plus juste...**

Ce rappel historique ne suffira sans doute pas à calmer les peurs et appréhensions de ceux qu'effarouche la simple mention du terme tabou de « déflation ». Il n'en reste pas moins que pour certains économistes **la « déflation » devrait être le régime de prix normal de longue durée d'une économie évoluée.**

C'était la thèse que soutenaient, jusqu'à la dernière guerre, tous les grands économistes de la fin du siècle dernier, du début de ce siècle, ou encore des années trente - à l'exception, bien sûr, des pères fondateurs de la théorie keynésienne. C'est l'idée que l'on retrouve aujourd'hui sous la plume, par exemple, de quelqu'un comme George Selgin, le grand théoricien contemporain de la « banque libre ». Il défend la position que se donner un objectif macro-économique de stabilité du revenu national nominal aurait une plus grande efficacité économique que l'objectif de stabilisation du niveau général des prix aujourd'hui fixé aux autorités monétaires.

L'idée est que **le niveau général des prix devrait suivre l'évolution des gains de productivité.** La distribution des gains de productivité ne devrait pas se faire par l'augmentation des salaires, mais par la baisse des prix des marchandises - ce qui permettrait de faire bénéficier de ces gains de

productivité non seulement les gens qui ont un emploi, mais également ceux qui n'en ont pas, par exemple les retraités ou les rentiers.

Actuellement, ceux qui n'ont pas de salaire pour vivre ne profitent des gains de productivité réalisés par l'économie que dans la mesure où les tarifs de leurs retraites sont réévalués. Cela se fait toujours avec retard, et implique souvent une certaine politisation des décisions (dont bénéficient bien évidemment en priorité les professions et groupes de pression les mieux organisés). Avec la règle ainsi suggérée, tout le monde en bénéficierait instantanément de la même façon et au même titre.

**... et moins déstabilisant.**

De ce point de vue, une telle règle de gestion économique et monétaire serait plus juste et plus morale. Elle rétablit notamment **une plus grande symétrie de situation entre créanciers et débiteurs**. L'inflation spolie les créanciers et favorise un transfert réel au profit des débiteurs. La déflation favorise les créditeurs titulaires de revenus fixes dont le pouvoir d'achat s'accroît au rythme de la hausse des prix, mais - pour autant qu'elle se limite à la marge des gains de productivité - elle ne s'accompagne pas d'une dégradation de la situation des débiteurs dont le poids des obligations fixes certes s'accroît, mais dont les revenus réels augmentent simultanément.

Par ailleurs, on peut également affirmer qu'**une telle norme serait plus facile à mettre en oeuvre** que l'objectif de stabilité monétaire. Selon Selgin, ce mode de gestion permettrait notamment aux autorités publique d'arriver à leurs fins en se montrant plus économe d'ajustements de prix relatifs locaux, ce qui réduirait les risques de désajustements micro-économiques, et donc **mimimiserait les probabilités de dérapages macroéconomiques non maîtrisés** par rapport à l'alternative d'un régime à objectif durable d'inflation zéro. Un tel régime de « baisse normale » des prix aurait ainsi pour propriété de se montrer « plus soutenable » à long terme, et donc de réduire l'instabilité des variables réelles (production, emploi).



## **A qui profite l'Etat-providence ?**

Pour mieux appréhender ce que seront les quinze prochaines années, et les choix qui les accompagneront, il faut encore compléter ce qui précède par une autre série de réflexions portant sur les perspectives de l'Etat-providence.

Il y a dix ans, un jeune économiste néo-zélandais a publié un article montrant comment, depuis la guerre, le centre de gravité du système de welfare anglo-saxon n'avait cessé de se déplacer.

Au départ, l'essentiel des prestations concernait la famille, le logement. Autrement dit, les transferts se faisaient essentiellement au bénéfice de la génération qui avait atteint l'âge adulte au moment de la guerre. Bien sûr, la raison d'être était officiellement de protéger le citoyen contre tous les risques de la vie. Il n'en reste pas moins que **le centre de gravité des dépenses** se situait au bénéfice des jeunes adultes entrant alors dans la vie active.

Puis ce centre de gravité des dépenses, loin d'être fixe, a évolué. Il **s'est déplacé selon un parcours parallèle à l'évolution des besoins de cette même génération**. C'est ainsi que, par exemple, depuis les années soixante dix, la retraite, l'aide familiale, les soins de santé (qui sont plutôt concentrés sur les plus âgés), la prise en charge de la dépendance sont devenues les parties les plus lourdes du système de prestations, alors que les transferts aux générations plus jeunes ne cessaient de voir leur part se réduire.

D'où le diagnostic : **l'Etat-providence est un concept qui a surtout servi les intérêts d'une génération particulière**.

Depuis l'époque où ce travail a été réalisé, d'autres ouvrages se sont penchés sur le problème des transferts intergénérationnels; notamment celui de Christian Saint Etienne. La génération de la guerre a profité de son contrôle sur la société politique pour mettre en place le système de transfert intergénérationnel actuel fondé sur le principe que la retraite d'une génération doit être financé par les cotisations de la génération suivante, qui elle même comptera pour ses vieux jours sur la solidarité des générations suivantes.

Il est aisé de comprendre pourquoi un tel système a vu le jour. L'idéologie welfariste et solidariste née à la fin du siècle dernier y est sans doute pour quelque chose.. Mais bien plus décisif paraît être **le rôle des deux grandes guerres mondiales**. Le financement de cette gigantesque guerre civile européenne s'est fait de la même façon que la Révolution avait financé sa propre guerre contre l'Europe coalisée : l'inflation a permis d'exproprier la plus grande part de l'épargne des générations précédentes, épargne qui, à l'époque, était le grand système d'assurance contre le risque vieillesse.

### **L'Etat-providence n'est pas une institution « soutenable »**

L'épargne ayant disparu, naufragée dans cet abominable conflit, il fallait inventer autre chose pour s'assurer de meilleurs jours pour sa vieillesse. Le seul système alors possible était d'opter pour un mécanisme de transferts directs prélevés sur la richesse produite par les générations au travail - la répartition - en faisant le pari que la créance ainsi acquise par les jeunes générations pour leurs efforts en faveur de leurs aînés leur sera repayée par un geste identique de la génération suivante, et ainsi de suite.

Ce mécanisme a été encensé comme une conquête de « civilisation » - c'est à dire un modèle social ayant vocation à la pérennité par delà la succession des générations.

Aujourd'hui nous prenons conscience que la créance ainsi acquise par la génération qui suit celle de la guerre a toutes chances de ne pouvoir être honorée - ou tout au moins honorée « à l'identique ».

Cette découverte fait l'effet d'un choc devant lequel tout le monde commence à s'affoler. Mais l'évènement était prévisible, dès le départ.

Ce que nous n'avons pas vu est que, **dès le départ, ce système n'était pas « soutenable »**. C'est un régime qui, par définition, ne pouvait avoir qu'une valeur temporaire, de transition en attente de reconstitution d'un véritable système d'épargne mondial.

Pourquoi ? Parcequ'un tel système conduisait inévitablement à **détruire le mécanisme démographique nécessaire à sa reconduction perpétuelle**. Le problème est celui des effets de la généralisation d'un

système socialisé de prévoyance sur le maintien et l'évolution des structures familiales, sur l'évolution prévisible de la natalité. La socialisation de la prévoyance a détruit l'équilibre démographique de l'Occident industriel en privant la famille de ce qui était l'un de ses rôles essentiels : celui de la prise en charge des générations âgées.

Conséquence : le retour à un système de prévoyance fondé sur l'épargne individuelle est quelque chose d'inévitable. Mathématiquement parlant, il ne peut pas en aller autrement.

### **Une grande phase de reconstitution de l'épargne**

Croisons maintenant cette observation avec les réflexions précédentes sur l'évolution macroéconomique, la mondialisation des marchés, et ses conséquences sur l'élimination de l'inflation comme perspective crédible des dix/quinze prochaines années.

La première chose qu'il convient de remarquer est que **la mondialisation financière peut s'analyser comme la remise en place d'une structure de mobilisation de l'épargne** propice au passage à des régimes de prévoyance revenant au principe de la capitalisation individuelle. Avec la désinflation acquise depuis dix ans, à laquelle s'ajoutent les perspectives de « déflation » que nous avons esquissées, non seulement nous vivons une période de reconstitution de l'épargne à l'échelle mondiale, mais, qui plus est, nous traversons une phase de taux d'intérêt élevés particulièrement favorable à la renaissance de cette épargne.

D'une certaine manière nous avons depuis dix ans perdu un temps précieux. Avec les taux très élevés qui ont caractérisé les années quatre vingts, si nous nous étions déjà préoccupés de mettre en place des mécanismes incitateurs au développement d'une véritable prévoyance personnelle (fonds de pension), grâce au jeu extrêmement rapide des intérêts composés, nous aurions déjà résolu une grande partie du problème financier de la transition, qui est le grand obstacle qui actuellement freine les initiatives. **Dix années gâchées.**

Cela dit, ces perspectives (déflation « soutenable », taux d'intérêts élevés pendant encore un certain temps) restent favorables à la mise en place d'une telle reconversion, à condition toutefois de ne pas perdre de temps. Le problème maintenant est politique. Il est d'étudier comment

recréer sur le marché politique une majorité favorable à un tel changement de cap.

### **L'incarnation d'une « autre éthique »**

Ces considérations conduisent à s'interroger sur ce que deviendrait la préoccupation de « justice sociale » dans un monde modérément déflationniste, répondant aux critères de gestion économique posés plus haut; et de l'évaluer par rapport à la conception de la justice sociale qui s'est dégagée dans notre univers chahuté d'économies d'inflation.

**Dans l'univers d'inflation, la « justice sociale » passe inévitablement par des procédures politiques de redistribution.** Cet univers ne laissant pas de place à la prévoyance individuelle, du fait de la spoliation continue et arbitraire qui résulte du caractère chaotique de la hausse des prix ( et qui empêche tout plan individuel de long terme du fait d'une incertitude généralisée sur l'avenir), la redistribution par la création de ce que Rueff appelait de « faux droits » est inévitable. L'égalisation des chances se fait par la redistribution, par l'investissement public massif dans l'éducation, par l'embourgeoisement du plus grand nombre grâce à la spéculation immobilière.

Dans un univers stable de non-inflation, voire de déflation contrôlée, les choses seraient différentes. Les individus peuvent enfin se remettre à faire des plans longs. La répartition des gains de productivité se fait, comme nous l'avons vu, par une baisse des prix dont TOUT LE MONDE profite, qu'il ait ou pas un salaire. Elle se fait instantanément de manière automatique sans passer par le filtre d'une médiation politique qui nourrit toute une population parasite.

Bien sûr il y aura des inégalités dans la manière dont se répartissent les gains de productivité, selon les secteurs, selon les activités, selon que certains ont des performances économique meilleures que d'autres, selon qu'il s'agit de métiers en plein essor ou au contraire en plein déclin. Tout le monde ne se retrouvera pas à égalité de ce point de vue.

Cependant, un monde sans inflation est un monde qui réduit l'importance de ce problème en se montrant beaucoup plus favorable à l'accumulation (et donc à la prévoyance) individuelle, ainsi qu'en

minimisant les obstacles à la mobilité. C'est un univers où les patrimoines voient leur valeur sécurisée (tant que la baisse des prix ne va pas au-delà des gains de productivité, les placements et patrimoines conservent leur valeur réelle).

C'est fondamentalement **un univers où tenir une promesse faite retrouve sa vertu**. C'est donc un univers qui maximise la liberté en la fondant sur la valeur du respect des contrats.

C'est toute une autre éthique. Le retour aux vraies valeurs fondamentales d'une société fondée sur le droit et le respect le plus rigoureux des droits et contrats individuels.

**Choisir l'ouverture et le monde, c'est aussi choisir pour sauver ses retraites !**

Le tableau ainsi présenté permet de situer les événements conjoncturels de ce début d'année 1996 dans une nouvelle perspective.

Nous avons un exemple grandeur nature de la manière dont les problèmes de long terme (la réforme du système de prestations sociales, l'inquiétude des français quant à l'avenir de leurs régimes de prévoyance, mais aussi les projets d'unification monétaire européenne) viennent interférer avec la logique d'évolution à court terme de l'économie.

La dramatisation politique donnée par Jacques Chirac (conférence de Presse d'Octobre 1995) aux problèmes d'équilibre financier - et notamment ceux de la sécurité sociale - a été reçue 5/5 par l'opinion publique française.

L'effet a été de renforcer le sentiment d'inquiétude à terme, et donc le réflexe de protection qui pousse les français vers l'épargne. Aucun modèle macroéconomique ne peut intégrer ce genre de phénomène psychologique. Il y a une incontestable prise de conscience que ces problèmes sont désormais pour un avenir proche, et non plus lointain. Chacun réagit rationnellement.

Dans le court terme, cela accentue le phénomène de « déflation » conjoncturelle. Tout se passe comme si une sorte de « trappe monétaire » était à nouveau en train de s'ouvrir, qui rend illusoire tout rêve de

« relance » conjoncturelle traditionnelle : la monnaie créée ou distribuée s'évanouira en remboursement de dettes et reconstitution anticipée d'épargne.

A moyen/long terme, cette reconstitution d'épargne est cependant un facteur favorable à l'économie française. A condition toutefois que, dans le système ouvert actuel, cette épargne ne s'évade pas à l'étranger. Ce qui implique un certain nombre de **priorités** en matière de politique économique et sociale :

- que les autorités françaises s'engagent dans une lutte contre les **rigidités réglementaires** au moins aussi vigoureuse que celle menée par ses principaux partenaires;

- que l'on mette en place une réelle politique de privatisation de la prévoyance sociale fondée sur la création de **fonds de pension** et une claire distinction de ce qui relève de l'assurance et de la solidarité.

- que l'on ne recule pas plus longtemps les projets de **réforme fiscale**, et que cette réforme en soit une véritable (et pas seulement un réaménagement interne à l'intérieur d'une enveloppe de recettes que l'on veut maintenir constante);

- que la politique de réduction des déficits et de la dette s'appuie principalement non pas tant sur un effort d'augmentation des recettes que sur une véritable politique de **diminution des dépenses de l'Etat** (pour éviter que l'épargne accrue ainsi dégagée par les ménages ne se trouve directement réabsorbée par les besoins de financement public).

- que l'on reprenne et accélère la politique des **privatisations** afin de faire disparaître la principale source de déficit public (les subventions aux entreprises du secteur public). Comme l'avait compris l'ancien ministre russe des privatisations, Anatoli Chubaïs, mieux vaut donner tout de suite gratuitement les entreprises que de les garder plus longtemps dans l'espoir d'en obtenir plus d'argent pour le Trésor public.

Il faut souligner que seule une telle politique, fondée sur le maintien de l'intégration de l'économie française dans le grand marché mondial, et donc sur la dynamique d'une épargne valorisée par sa capacité à tirer pleinement profit des opportunités nouvelles offertes par un marché international plus large et plus diversifié que jamais, peut à terme permettre

de résoudre les problèmes posés aux français par **le caractère « non soutenable » de leur système de welfare**. Choisir l'ouverture et le monde, c'est aussi choisir de sauver ses retraites !

Postface

## Déflation et Globalisation

### *Les risques d'engrenage « dépressif »*

Dans le texte qui précède, l'accent a été mis sur le fait qu'il n'existe pas, dans le long terme, de relation nécessaire entre « déflation » et « dépression ». Les périodes longues de déflation - ou de climat « déflationnaire » - ne sont pas nécessairement des périodes d'arrêt de la croissance. La connotation hyper-négative du mot « déflation » vient principalement du souvenir cuisant des événements associés à la période déflationniste de l'entre-deux-guerres.

Il n'en reste pas moins difficile d'éviter que ce passage à un nouveau type d'environnement « déflationnaire »<sup>5</sup> s'accompagne, dans le court/moyen

---

<sup>5</sup> L'utilisation du terme « déflation » pose de sérieux problèmes d'utilisation. Au sens strict, la « déflation » est une réduction en valeur absolue de la masse monétaire en circulation qui s'accompagne, du fait de la relation quantitative de la monnaie, d'une baisse des prix correspondante. A l'évidence cela ne correspond pas à la situation actuelle. Ce que nous avons est un phénomène long de décélération dans le rythme annuel de croissance de la masse monétaire, et donc dans le rythme de croissance des prix. C'est une « désinflation ».

Toutefois, il faut noter que si la masse monétaire globale continue de s'accroître, quoique à un rythme plus faible, c'est essentiellement en raison de la croissance des contreparties « publiques » (l'endettement), la croissance du crédit au secteur privé étant pratiquement nulle. Dans ce secteur, nous « flirtons » en permanence avec une vraie « déflation ». Les moyens de paiement nouveaux mis à la disposition du secteur privé ne croissent plus, voire même, certaines années (la récession de 1993), se sont retrouvés dans le négatif.

Par ailleurs, le terme même de « déflation » a une charge émotionnelle négative due au souvenir des expériences de « déflation volontaire » vécues dans l'entre-

terme, d'un ralentissement sensible et « temporaire » des rythmes moyens de croissance dans la partie la plus développée du monde.

Cette pression momentanément « récessionniste » du processus déflationnaire actuel s'explique notamment par trois séries de facteurs.

### ❶ **Les conséquences de la déréglementation-mondialisation financière.**

Nous avons vu que la généralisation des « marchés à terme » rend désormais improbable toute fuite en avant dans l'inflation. Tout laxisme monétaire se trouve immédiatement capitalisé dans la montée des taux d'intérêt. A défaut de retour à l'étalon-or, le monde s'est doté, semble-t-il, d'un « **futures exchange standard** » dont les disciplines jouent d'une manière fort similaire. La conséquence est qu'après une dizaine d'années de ce régime, **nous sommes entrés dans un monde nouveau où il n'y a plus d'illusion monétaire.**

Ceci dit, il faut toujours tenir compte des décalages dans les comportements et les perceptions. S'il n'y a plus d'illusion monétaire, au

---

deux-guerres. Il s'agit d'une part des politiques de retour à l'étalon-or menées immédiatement après le premier conflit (après la grande inflation de l'économie de guerre les gouvernements cherchent, par le remboursement des dettes contractées par les Etats, à réduire massivement la quantité de monnaie en circulation pour revenir aux prix-or). L'autre expérience est celle de la « déflation salariale » des années trente.

Dans notre propos, le terme de « déflation » est utilisé pour suggérer une inversion de tendance longue de sens opposé au processus de dérapage vers toujours plus d'inflation qui a marqué la période précédente. De ce point de vue, le terme de « désinflation » serait sémantiquement plus exact. Mais lui aussi reste trop étroitement connoté par son association à des politiques volontaires de réduction de l'inflation. Or, à notre sens, tout le phénomène vécu depuis quinze ans ne peut se réduire à l'application d'une seule volonté politique, aussi claire soit-elle affichée. Ces efforts politiques de réduction de l'inflation ont joué un rôle essentiel dans l'inversion de tendance dont nous sommes à la fois les témoins et les acteurs, mais ils ne sont pas seuls en cause. Eux-même s'intègrent dans une chaîne beaucoup complexes d'engrenages et de processus qui, pour un temps au moins, jouent dans un sens cumulatif de déploiement et de renforcement du trend de base.

C'est ce trend qui nous concerne au premier chef. Or, pour le qualifier, il nous semble que le terme de « désinflation » est un peu faible pour refléter un processus qui, aujourd'hui, nous a ramené à une inflation occidentale moyenne proche de zéro, et dont nous ne pouvons savoir si sa continuation - qui, nous paraît pour l'instant ne pas faire de doute - ne risque pas de faire apparaître des phénomènes, réels cette fois-ci, même si localisés, de « déflation », au sens propre du terme.



sens que l'on entendait pendant la grande période d'expansion inflationniste, il est permis de se demander si nous ne sommes pas temporairement dans une phase qui, du fait des décalages dans l'ajustement des perceptions, s'accompagnerait d'une sorte d'**illusion « inversée »**. C'est à dire une situation où les agents économiques, encore conditionnés par les anciennes relations monétaires, n'intégrant pas encore totalement toutes les données et enchaînements de la nouvelle tendance « déflationnaire » de l'économie mondiale, « **sur-réagiraient** » en quelque sorte à tout signal indiquant un relâchement de l'attitude des pouvoirs publics à l'égard de la création de monnaie.

C'est, semble-t-il, une explication possible de ce qui se passe depuis le début de l'année. Tout le monde s'étonne de voir les taux des obligations à long terme rester si fermes, voire même monter, tout cela dans une conjoncture marquée par des taux d'inflation extraordinairement bas, et malgré l'absence de « reprise » en Europe.

#### **L'impuissance des politiques « macro ».**

Une interprétation possible est que, n'appréciant pas encore totalement l'intensité du phénomène « déflationnaire » en cours, tel qu'il s'exprime notamment au niveau de la montée de la préférence pour la liquidité, les agents des marchés réagissent immédiatement et négativement aux réductions successives et accélérées des taux à court terme en leur prêtant des conséquences monétaires inflationnistes déduites de relations passées, mais plus réellement adaptées aux nouvelles conditions de l'environnement. Parcequ'ils « surestiment » le retour d'un risque d'inflation, ils font remonter les taux d'intérêt à long terme avant même que l'inflation ne se produise, et bien qu'il n'y ait en réalité aucune inflation réelle à craindre.

Le résultat est bien évidemment d'empêcher le retour à des taux d'intérêt « réels » plus bas, et donc de décourager la reprise de l'investissement.

Ainsi, du fait des décalages de perception, et de ce que l'apprentissage d'un nouvel environnement monétaire demande du temps, il se peut que nous nous enfonçons dans un véritable cercle vicieux où même

la baisse des taux contribue paradoxalement à enfermer l'économie dans la stagnation.

La conséquence est qu'à **l'heure actuelle toute politique macroéconomique de nature conjoncturelle, qu'elle soit monétaire ou budgétaire, ne peut qu'être impuissante** à jouer un rôle de relance. Le seul type de politique qui ait quelque chance de provoquer des effets positifs, est une politique d'assainissement structurel (équilibre budgétaire, déréglementation, flexibilité).

Toutes choses égales d'ailleurs, c'est dans les pays industrialisés qui ont su conserver, ou rétablir le maximum de flexibilité que la croissance se maintiendra le mieux. C'est effectivement ce que l'on observe <sup>6</sup>.

#### **Le retour de l'épargne.**

---

<sup>6</sup> En 1993, nous avons raison de réclamer une baisse immédiate et profonde des taux d'intérêt courts : il y avait urgence, un réel risque de dérapage « dépressif » nourri par l'apparition d'une véritable « trappe monétaire ». Nous avons eu raison de plaider pour une baisse plus rapide des taux courts, ne serait-ce que pour éviter un effondrement du système financier, et permettre aux banques de se recapitaliser en empruntant à bas prix ce qu'elles peuvent reprêter plus cher au Trésor. Mais il faut bien réaliser que cette baisse des taux ne saurait constituer à elle seule un politique conjoncturelle. Il ne faut pas y mettre plus d'espoirs qu'elle ne peut en recéler. La politique monétaire ne peut suffir à assurer une véritable relance de l'activité.

Peut-être nous faut-il faire à ce sujet notre « mea culpa ». Ce qui se passe nous enseigne que nous ne sommes en réalité pas aussi libres de fixer les taux courts que nous le croyions. Les gens de la Banque de France (Michel Albert, par exemple) avaient sans doute tort de dénoncer, comme les autres, les risques de retour de l'inflation. Mais peut-être n'avaient-ils pas totalement tort de raisonner en postulant que les agents du marché allaient réagir comme si c'était le cas.

Par ailleurs, favoriser une recapitalisation du système bancaire par un tel élargissement du « spread » recèle également d'autres effets pervers. Le fait d'éviter les faillites est bien, mais cela conduit à allonger le processus d'assainissement des bilans, et donc à retarder d'autant l'abaissement de la prime de risque comprise dans le niveau élevé des taux d'intérêt réels; donc à nous enfermer encore et toujours dans le même cercle vicieux de la « stagnation » économique.

Ainsi qu'il a été déjà souligné, la montée du taux d'épargne des français est un phénomène de fond : il n'est pas seulement le produit d'une « peur conjoncturelle »; ce n'est pas un problème exclusivement français; il correspond à la prise de conscience par les ménages européens de la précarité de leurs Etats-providence. Ce n'est donc pas une manipulation dérisoire de quelques dizaines de points de pourcentage sur les taux d'intérêt servis par les Caisses d'Epargne qui les convaincra de changer de comportement.

Elément caractéristique d'un univers à dominante « déflationnaire », cette hausse du taux d'épargne a, sur l'activité (et donc l'emploi), des conséquences récessionnistes, mais pas exactement de la manière directe qu'on croît habituellement.

Elle traduit un allongement de la préférence temporelle. Les gens ne veulent pas consommer moins, mais déplacer leur consommation dans le futur, consommer moins aujourd'hui pour avoir davantage à consommer demain lorsque, anticipent-ils, les promesses de l'Etat-providence risquent de ne pas être honorées par rapport à ce qu'on leur a laissé attendre à une certaine époque.

Dans une économie fermée, cette hausse de l'épargne entraînerait une baisse du taux d'intérêt qui inciterait les entreprises à investir davantage, malgré des rendements en diminution. Globalement l'économie n'aurait à souffrir que d'une récession de transition, le temps de réajuster l'appareil industriel au changement de structure de la demande.

Si l'économie est ouverte, comme c'est le cas aujourd'hui, les investisseurs ont la possibilité d'investir leur argent ailleurs, dans des économies où les rendements sont plus élevés. Cet argent ne sera pas réinvesti en France, mais la contrepartie sera que le rendement de ce supplément d'épargne sera plus élevé, et donc que les objectifs d'épargne des ménages seront réalisés plus vite.

Entretemps de l'argent sera sorti qui manquera au pouvoir d'achat des français dépensé en France. Faut-il s'en préoccuper ? Pas nécessairement. Si l'économie est ouverte, cela signifie aussi que le marché des entreprises françaises n'est plus seulement la France, mais le monde. Si la consommation locale est en grève, aux entrepreneurs de s'occuper de satisfaire des consommateurs du monde entier. L'augmentation du taux d'épargne ne signifie pas nécessairement qu'il y a rétrécissement de la

courbe de demande qui s'adresse aux entreprises françaises. A condition évidemment que celles-ci soient compétitives. Mais si elles ne le sont pas, ou insuffisamment, cela n'a rien à voir avec la nouvelle boulimie d'épargne. Ce sont alors les charges de l'Etat qui pèsent sur elles (politique structurelle), ou la mauvaise politique de change de celui-ci, qui sont en cause et qu'il faut rectifier.

Ainsi le fait que les ménages européens expriment une préférence pour la consommation future n'implique en vérité nécessairement ni chômage, ni récession. L'excédent de production des biens actuels peut être exporté. C'est d'ailleurs ce qui se passe : la France ne cesse d'enregistrer des excédents records de sa balance commerciale.

### **L'assainissement des finances publiques : priorité des priorités**

Toutefois si, au lieu d'être exportée pour être placée dans des investissements plus rentables parce que se trouvant situés sur des marchés en plein essor, l'épargne est absorbée par l'Etat pour être investie de force dans de grands travaux à rendement nul ou presque, ou gaspillée pour recapitaliser des entreprises publiques qui resteront toujours déficitaires, les choses seront différentes.

Lorsque, le moment venu, les ménages voudront réaliser leur consommation différée, il ne trouveront rien en contrepartie. Dans la mesure où les ménages en prennent conscience, l'incapacité de l'Etat à réduire rapidement la croissance de ses besoins financiers aura pour conséquence d'accentuer d'autant leur sentiment d'insécurité. Même s'ils épargnent déjà plus, ils redoubleront d'effort pour épargner encore davantage, aggravant ainsi, toutes choses égales d'ailleurs, le fardeau économique de tout ce qui concourt à réduire la compétitivité du pays. Si le pays est déjà en récession, il en résultera un nouveau tour de vis supplémentaire, une difficulté plus grande à en sortir. La récession se perpétuera d'elle-même.

Là encore, l'assainissement rapide des finances publiques est donc la clé de tout redressement de l'activité et de l'emploi. **A le retarder, on court le risque croissant d'entrer dans un cercle vicieux de nature cumulative** où l'accroissement de l'effort d'épargne entraîne, du fait de l'abstention non prévue des consommateurs, des déficits fiscaux croissants, donc un

endettement de plus en plus lourd, qui à son tour incite les français à dépenser encore moins, etc...

On est en droit de se demander si nous n'avons pas déjà dépassé le seuil de déclenchement de ce processus.

### **Les retombées de la globalisation mondiale de l'économie.**

L'élargissement de la croissance à toute une série de nouveaux pays « émergents » est un facteur positif qui recèle d'immenses promesses pour l'avenir. Mais, à court/moyen terme, il y a une contrepartie : un effet « mécanique » de ralentissement du trend de croissance des économies les plus développées.

Rappelons d'abord que l'élargissement de l'économie mondiale est un phénomène récurrent qui, historiquement, accompagne les grandes phases « déflationnaires » de l'économie occidentale. Chaque grande phase « de baisse » des cycles de Kondratieff est marquée par l'arrivée de nouveaux pays dans le club des économies « développées ». Cette extension de l'ère du système marchand international est une des caractéristiques des phases « baissières ». Aussi étrange que cela puisse paraître, ce n'est pas dans les phases dites « haussières » que se manifestent les phénomènes de rattrapage spatial<sup>7</sup>.

Il y a incontestablement un certain paradoxe à évoquer le spectre d'une « déflation » alors qu'il existe actuellement tout une partie du monde

---

<sup>7</sup> La parenté est certaine, mais l'analyse menée ici n'est pas un simple décalque de la théorie du « Kondratieff ».

Il est incontestable que l'on retrouve dans la phase d'évolution économique amorcée au détour des années quatre-vingt beaucoup des éléments d'un Kondratieff « de baisse ».

On ne peut cependant pas en tirer des « prévisions » fondées sur la périodisation traditionnelle des « cycles longs ». Ne serait-ce que pour une raison centrale : le fait que les cycles longs du 19<sup>ème</sup> siècle étaient étroitement liés aux institutions monétaires de l'époque (l'étalon-or).

La plupart des économistes qui se réfèrent au Kondratieff adoptent l'explication Schumpétérienne de ses origines (l'importance des « vagues » d'innovation). En réalité les phénomènes technologiques ainsi décrits sont « endogènes » au cycle. C'est à dire que c'est la période de taux d'intérêt réels élevés qui est favorable à la mise en exploitation et au développement à grande échelle des innovations, d'où les ruptures industrielles qui, traditionnellement, prennent leur essor dans les Kondratieff de baisse.

qui, elle, est gouvernée par des perspectives de croissance moyenne de l'ordre de 8%, voire 10 % l'an.

De telles perspectives représentent un formidable « choc » pour l'ensemble de l'économie mondiale. Un « choc d'offre » (supply shock) qui bouleverse les conditions de fonctionnement des entreprises et des circuits financiers existants. C'est l'ajustement des entreprises et des économies des pays développés à ce choc qui implique le passage par une phase « temporaire » de moindre croissance. Le raisonnement est le suivant.

Le développement accéléré de ces régions apporte aux firmes du monde déjà développé trois sortes d'avantages. D'abord, l'ouverture de nouveaux débouchés offrant des perspectives d'expansion commerciale en dehors des marchés saturés du monde occidental. Ensuite, la possibilité de développer à grande échelle la mise en oeuvre de nouvelles techniques de travail sans avoir à se heurter au problème des rigidités syndicales et corporatistes bien connues dans nos pays. Enfin, bien sûr, l'accès à des coûts de production très inférieurs à ceux réalisables dans les économies du monde développé.

#### **Vers une plus grande « dispersion » des performances.**

En ce sens, ce choc est un bienfait du ciel pour de nombreuses entreprises occidentales. Il accroît le nombre de pays et de marchés où elles peuvent rentabiliser leurs efforts d'innovation technologique, et percevoir ainsi les dividendes de leurs politiques d'investissements industriels et commerciaux. Ce qui leur permet d'accélérer l'introduction de nouvelles techniques de production et de méthodes de travail.

Ces avantages ont cependant une contrepartie sous la forme du renforcement d'un certain nombre de risques.

L'élargissement des opportunités de croissance dans le monde a notamment pour conséquence d'augmenter le coût des décisions d'investissement. Il faut maintenant s'informer sur un nombre de marchés en concurrence infiniment plus grand. Par ailleurs, les perspectives d'entrées nouvelles d'entreprises concurrentes sur les marchés ainsi ouverts sont gigantesques. Il devient donc plus difficile d'identifier les « bonnes » ou les « mauvaises » opportunités d'investissements - qu'il s'agisse des

compagnies dans lesquelles on va investir, ou des secteurs et des régions où l'on désire investir. **Les risques d'erreurs s'en trouvent aggravés d'autant.**

Par ailleurs, l'univers des entreprises occidentales va se subdiviser en deux. D'un côté, les entreprises et les secteurs qui sauront tirer avantage des nouvelles possibilités de diversification spatiale de leurs activités, et dont la valeur relative des actifs augmentera. De l'autre, les firmes qui, elles, pour une raison ou une autre (erreur de stratégie, activité difficilement « délocalisable ») auront raté, ou n'auront pas eu la chance de bénéficier de cette mutation, et dont la valeur relative des actifs baissera.

Résultat : une aggravation de la dispersion des performances financières des firmes occidentales ayant pour incidence d'entraîner une augmentation de l'incertitude statistique de chacun, individu ou entreprise, quant aux perspectives d'évolution de ses revenus futurs.

#### **Un facteur qui accroît les risques « dépressifs ».**

Ce qui implique une moindre élasticité de réponse de la consommation ou des investissements à la baisse des taux d'intérêt. Il faudra une baisse plus forte pour, toutes choses égales d'ailleurs, obtenir une même réponse de la consommation ou des investissements.

Ce qui, à son tour, signifie qu'on entre dans une période où les modèles de simulation conjoncturelle, construits sur des régression du passé, ont toutes chances d'être affectés d'un défaut de fabrique conduisant systématiquement à « surestimer » - ou à « suranticiper » - les capacités de reprise de l'économie. Défaut d'autant plus fort qu'on est précisément déjà dans une période de taux où le maintien de taux d'intérêt réels élevés incite à préférer le désendettement et à rechercher la liquidité.

Le danger est qu'on en arrive au point où l'addition des deux phénomènes (1. le processus de « déflation des actifs » et son effet sur les prix, plus 2. l'augmentation du risque, même à taux de rendement moyen des capitaux égal) fasse qu'il n'y ait pratiquement plus de niveau positif des taux d'intérêt qui permette de faire redémarrer l'investissement - du moins tant que le processus de désendettement, et donc de liquidation des mauvais investissements du passé, n'est pas achevé.

La mondialisation est ainsi, dans un premier temps, un facteur susceptible d'aggraver le risque de réapparition d'un phénomène de « trappe à liquidité », et donc d'accentuer le dérapage - au moins de certains pays - vers le passage à une véritable déflation des prix.

**Pour conclure.**

Il convient de souligner que ce danger ne menace pas tous les pays au même degré. L'impact de ces processus sur la conjoncture des différents pays variera en fonction de leur degré de résistance à la réduction des rigidités économiques, ou encore de leur rapidité à assainir tant leurs finances privées que publiques.

L'autre conclusion sur laquelle il faut insister est celle qui a déjà été mentionnée. A savoir l'impotance désormais des politiques macroéconomiques à obtenir un retournement réel vers la croissance, qu'elles soient monétaires ou budgétaires. La seule action qui reste possible consiste à réintroduire le plus grand degré de flexibilité.