

La déflation se confirme

Les facteurs réels et les facteurs financiers de la crise restent présents.

Le pire ne s'est pas produit à l'automne. Les baisses boursières ont cédé la place à un regain de hausse, aucune grande banque occidentale n'a fait faillite, et l'Amérique latine, confortée par une aide massive des institutions internationales, a sauvé la mise. Des événements de ce genre, conjugués aux récessions asiatiques et à la décomposition de la Russie, pouvaient provoquer une dépression majeure de l'économie globale. La possibilité d'une telle conjonction fondait les inquiétudes manifestées en septembre et en octobre. Elle semble aujourd'hui écartée.

Faut-il en conclure que les quelques baisses homéopathiques des taux d'intérêt à court terme arrêtées par Allan Greenspan, pour un total de 3/4 de points, ont suffi à écarter le spectre de la crise, comme on a affecté de la croire en Europe jusqu'à ces derniers jours ? Rien n'est moins sûr.

Fourchette basse

Du côté de l'économie réelle il n'y a guère eu de changement. L'Asie reste sinistrée et pour de longs mois encore. En un an la baisse du PIB a été de 8,6 % en Malaisie et de 7 % à Hong Kong, tandis que le Japon reste en récession et s'enfonce dans la déflation, en dépit de gigantesques plans de relance. Aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Allemagne et en France, la production industrielle décélère depuis l'été, ce qui annonce inévitablement un ralentissement ultérieur de la croissance du PIB. D'ailleurs les prévisions officielles ou officieuses pour 1999 sont révisées à la baisse de mois en mois, ce qui les amène au voisinage de la fourchette de 1,5 à 2% envisagée dès cet été par les prévisionnistes internationaux les plus indépendants, c'est-à-dire les plus fiables.

En matière financière, les Bourses qui ont souvent retrouvé leur plus haut niveau du premier semestre atteignent des cours insoutenables, au plus haut de leur fourchette historique, souvent au-delà des sommets de 1987 et de 1929. Dans le même temps, les perspectives de profits des entreprises continuent de s'amenuiser. Rappelons que les spécialistes financiers jugeaient en 1987 qu'un ajustement de 30 ou 35 % à la baisse apparaissait difficilement évitable dans les mois, ou dans l'hypothèse la plus optimiste, les quelques années à venir. Au lieu de quoi il y eut une hausse supplémentaire dans la première moitié de 1998, suivie d'une chute d'ampleur équivalente à la fin de l'été, mais effacée à son tour par la hausse de l'automne qui nous ramène aux excès antérieurs. Le diagnostic de 1997 reste donc plus que jamais d'actualité et le potentiel de baisse est plutôt aggravé. Une décrue des taux d'intérêt peut amortir dans une certaine mesure, mais non empêcher, le réajustement majeur des cours qui reste devant nous.

Mais la confusion règne en matière de taux d'intérêt. Les banquiers centraux nous répètent *ad nauseam* qu'ils sont à leur plus bas niveau historique. Ce qui ne les empêche pourtant pas de les réduire encore, de 3,30 à 3 % en France et en Allemagne et davantage dans les autres pays de

l'Euroland. "Les banques centrales donnent de l'oxygène aux marchés européens" titre *La Tribune*. Et les Bourses anticiperaient en particulier les effets positifs de cette politique pour les entreprises.

En réalité nos perceptions sont faussées par la désinflation qui vire à la déflation. Avec une hausse des prix estimée à 0,5 ou 1 % les taux français sont ainsi passés de 2,8 % ou 2,3 à 2,5 ou 2 %, dans le meilleur des cas. Il faut répéter qu'il ne s'agit pas là de taux "historiquement bas" mais de taux plutôt élevés pour de l'argent au jour le jour, qui, selon l'expérience historique, ne rapporte habituellement qu'une rémunération voisine de zéro.

Mais, de plus, les chiffres récents concernant l'inflation montrent que l'on n'a cessé, au cours des derniers mois, de surestimer le taux d'inflation courant, qui n'est connu qu'avec retard. Il ressort ainsi des dernières données publiées que les prix à la consommation n'ont augmenté que de 0,2 % dans les douze mois qui vont de novembre 1997 à novembre 1998. Compte tenu des imprécisions de l'indice, qui surestime notoirement l'inflation, nous sommes ainsi, certainement passés à la déflation, c'est-à-dire à la baisse générale du niveau des prix.

Ce jugement est confirmé par la baisse absolue des prix industriels depuis plusieurs mois, ainsi que par celle, ininterrompue, des indices mondiaux des prix des matières premières. La déflation française, après la déflation japonaise, confirme l'orientation générale de l'économie mondiale vers une récession déflationniste, pour la première fois depuis les années 30.

Dans ce contexte, la baisse des taux d'intérêt d'intervention de 3,30 à 3 % correspond en réalité à une hausse des taux réels puisque l'inflation a baissé plus vite que les taux courts nominaux. Ce n'est pas une politique monétaire expansionniste que pratique la BCE en France et en Allemagne mais une politique de freinage de l'activité ! Ce qui apparaît notamment dans l'évolution de la masse monétaire qui, pour l'ensemble des principaux pays de la zone, la France, l'Allemagne, l'Espagne et l'Italie, a stagné sur la période été 97-été 98.

Prime négative

Quant aux taux d'intérêt à long terme il est vrai qu'ils ne cessent de décroître depuis plusieurs mois. Ils n'ont fait en cela que refléter la baisse de l'inflation. On sait en effet que les prêteurs demandent une prime de risque inflationniste en sus de la rémunération réelle qu'ils attendent sur leurs placements. Quand l'inflation diminue la prime demandée baisse aussi et les taux nominaux sur les obligations sont réduits d'autant.

Ils baissent en effet des deux cotés de l'Atlantique, mais se situent à un niveau plus faible dans l'Euroland. Est-ce la vertu de l'Euro comme le proclament invariablement les propagandistes officiels ou plutôt la dangereuse conséquence de la politique monétaire restrictive que devra mener à l'avenir la banque centrale européenne telle qu'elle est anticipée par les marchés ? Si l'on

pense en effet que la liberté des mouvements de capitaux tend à égaliser la rémunération réelle des obligations d'Etat à long terme dans les divers pays, alors les taux nominaux plus faibles de l'euroland révèlent des anticipations de déflation plus fortes en Europe qu'aux Etats-Unis, et ce pour plusieurs années. Ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la "constitution monétaire" adoptée par les pays de la zone avec le Traité de Maastricht complété par le pacte de stabilité qui interdit toutes les politiques expansives et écarte les gouvernements de toute responsabilité macro-économique.

Soutenir, dans ces conditions, que le niveau "historiquement bas" des taux longs est un gage de dynamisme de l'investissement et de l'activité des entreprises c'est s'aveugler sur les conséquences réelles de la déflation. Tous les épisodes de désinflation ont entraîné depuis quelques décennies, et sans ambiguïté, des ralentissements de la croissance réelle. Mais les épisodes de déflation, que nous n'avons plus connu depuis la seconde guerre mondiale, sont eux susceptibles d'avoir des effets beaucoup plus graves. Et le premier d'entre eux vient de ce que la politique monétaire est rendue inopérante. Une fois les taux courts ramenés à zéro, la parfaite liquidité des encaisses monétaires est cependant rémunérée par la baisse des prix. La détention de liquidité devient alors particulièrement avantageuse par rapport aux placements en actions ou en obligations, ou par rapport aux investissements réels. L'argent à court terme est coûteux. Les ménages ont avantage à différer leurs consommations. Il devient difficile de sortir de la spirale déflationniste.

Dans de précédents articles nous avons conservé une certaine prudence vis-à-vis de l'hypothèse d'un passage progressif de la désinflation à la déflation. Les évolutions en cours semblent malheureusement confirmer la réalité du phénomène. Le risque est trop grand pour que les gouvernements européens continuent à se voiler la face et se contentent de mesures symboliques qui dissimulent des politiques à contre-sens.

JJR

Le Figaro, 18 décembre 1998