

RISQUE DE DÉFLATION PAR LA DETTE EN EUROPE ET AUX ÉTATS-UNIS

QUELQUES OBSERVATIONS

Anton Brender et Florence Pisani

Économistes chez DEXIA-AM

Depuis plusieurs mois, le risque de déflation préoccupe les autorités. Dans ce bref texte, nous étudions la réalité de ce risque et montrons que dans une économie où les agents privés sont fortement endettés, des pressions déflationnistes peuvent se développer bien avant que le niveau général des prix ne baisse. Nous examinons les réactions de la politique économique face à ce risque de déflation par la dette en comparant celles des autorités japonaises au début des années 1990 à celles des autorités américaines et européennes au début des années 2000. Force est de constater que non seulement la zone euro est loin d'être à l'abri de ce mal, mais surtout que sa politique économique n'a pas été pensée pour y faire face.

Depuis plusieurs mois, le risque de déflation préoccupe les autorités monétaires et financières. Le FMI vient de lui consacrer une étude remarquable¹. En mai dernier, la Réserve fédérale a fait mention à l'issue de son Comité de politique monétaire de l'éventualité d'une « baisse non désirée de l'inflation ». La Banque centrale européenne s'est distinguée en la matière par sa sérénité. Il lui était difficile, il est vrai, d'envisager la possibilité d'une déflation avant d'être parvenue à ramener l'inflation sous la barre des 2%. Identifier déflation et baisse des prix peut toutefois être trompeur : des pressions déflationnistes peuvent se développer dans une économie où le niveau général des prix ne baisse pas.

Certes, dans sa forme la plus aiguë, la déflation passe par un recul, continu et plus ou moins rapide, du niveau général des prix qui désarme la politique monétaire. Du moment, en effet, où les agents vont anticiper la poursuite de ce mouvement de baisse des prix, la

1. FMI, « Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options — Findings of an Interdepartmental Task Force », 30 avril 2003.

Banque centrale ne pourra plus stimuler l'économie : même en ramenant à zéro les taux d'intérêt nominaux, les taux réels perçus resteront positifs. Pour qu'une telle situation s'installe, il ne suffit toutefois pas que l'indice des prix baisse : il faut que cette baisse ait duré suffisamment longtemps pour affecter les anticipations. Or leur formation donne un poids important à la « mémoire ». Les anticipations semblent en effet ancrées autour de l'inflation moyenne observée sur une assez longue période (7 à 10 ans)². À titre d'exemple, si le niveau des prix américains baissait, à partir d'aujourd'hui, au rythme de 1 % l'an, il faudrait normalement attendre... 2008 pour que les anticipations d'inflation tombent à zéro. Avant d'atteindre cette phase terminale, le mal passe donc par des formes plus bénignes mais plus sournoises aussi. À ces stades, il est plus facile à enrayer, mais plus difficile à repérer.

Ainsi, dans une économie où l'inflation, sans être négative, est basse, un choc récessif important peut conduire à un enchaînement déflationniste. Ce sera le cas si ce choc déprime suffisamment l'activité pour que le revenu nominal diminue. Les salaires étant rigides à la baisse, la contraction du revenu nominal pèsera plus que proportionnellement sur les profits. Les entreprises diminueront leurs dépenses d'investissement, voire leurs effectifs. Si les ménages ne réduisent pas suffisamment leur taux d'épargne³, la dépense privée se contractera plus encore que ne l'avait fait initialement le revenu. Le recul de l'activité réelle s'en trouvera accentué et, avec lui, les pressions à la baisse des prix. En principe, nos économies sont dotées de stabilisateurs automatiques destinés précisément à éviter de tels enchaînements. Si ces amortisseurs ne suffisent pas, une spirale déflationniste se développera. Si rien n'est alors fait, le risque de basculer au stade aigu où les anticipations de baisse des prix s'installent s'élèvera rapidement. En s'en tenant au seul examen des rythmes d'activité et d'inflation, une telle éventualité paraît aujourd'hui pouvoir être écartée aussi bien en Europe qu'aux États-Unis : malgré d'importants chocs récessifs, la progression du revenu nominal n'est-elle pas, dans les deux régions, encore nettement positive ?

L'objet de cette brève note est précisément de montrer que, même dans ce dernier cas, le risque déflationniste doit être pris au sérieux. Lorsque l'endettement est important, un enchaînement déflationniste peut s'enclencher alors même que le revenu nominal continue de croître. En effet, si la charge de la dette est telle que les agents privés ne souhaitent plus voir son poids augmenter par rapport à leur revenu, un choc récessif peut fort bien conduire à un ralentissement cumulatif

2. Sur ce point, voir Joseph E. Gagnon, « Long memory in inflation expectations : evidence from international financial markets », *International Finance Discussion Papers* n° 538, Board of Governors of the Federal Reserve System, février 1996.

3. Ce qui a des chances d'être le cas si en même temps le prix des actifs détenus par les ménages a été lui aussi déprimé.

de l'activité et finalement, après une phase rampante, déboucher sur une véritable déflation.

Le risque de déflation par la dette doit être pris aux sérieux

Considérons une économie où l'endettement est devenu suffisamment important pour que les agents ne souhaitent plus voir augmenter la charge de leur dette. Si cette économie est confrontée à un choc récessif, cette contrainte devient le ressort d'un mécanisme déflationniste.

On suppose que les agents privés⁴ ont accumulé une dette D dont la charge est iD , où i est le taux d'intérêt moyen « apparent » de l'ensemble des emprunts contractés. Rapportée au revenu privé, hors intérêts, R , cette charge a atteint une limite $\bar{\lambda} = iD/R$. Depuis que cette limite a été atteinte, le revenu R croît au taux i . On suppose que l'on a dans ce régime stationnaire $DEP = R$, où DEP est la dépense privée, hors paiement d'intérêts. La propension des agents privés à dépenser leur revenu hors intérêts est donc, dans ce régime, égale à un, la propension à dépenser les revenus d'intérêts est nulle et la dette croît du montant de la charge d'intérêt.

Que se passe-t-il si un choc récessif survient ? La contrainte fixée — on la suppose, parfaitement rigide — va conduire à une spirale déflationniste : un affaïssement du rythme de croissance du revenu mènera à un taux de progression de la dépense privée plus faible encore, d'où un nouvel affaïssement de la croissance du revenu, etc.

Soit, en effet, $g = \Delta R/R$, le taux de croissance du revenu de la période qui suit immédiatement le choc. La valeur de g est maintenant inférieure au taux d'intérêt i . La dépense des agents privés est régie par l'égalité comptable $DEP + \Delta DEP = R + \Delta R + ND$, où ND est le montant des dettes nouvelles (au-delà de celles nécessaires pour faire face à la charge d'intérêt). Si ce montant est positif, les agents empruntent et peuvent dépenser plus que leur revenu ; s'il est négatif, ils prélèvent sur leur revenu courant pour rembourser une partie de leur dette et leur propension à dépenser le revenu R devient inférieure à un. La variation de leur endettement s'écrit donc $\Delta D = ND + iD$.

La contrainte pesant sur la charge d'intérêt permet de déterminer ND . On doit en effet avoir $\Delta D = \bar{\lambda}/i \Delta R$, d'où $ND = \bar{\lambda}/i \Delta R - iD$. On a donc $\Delta DEP/DEP = g + \bar{\lambda}(g/i - 1)$. Dans la mesure où i ne peut

4. On se centre ici sur les seuls agents privés, mais l'économie est ouverte sur le reste du monde et comporte bien sûr aussi un secteur public.

évoluer que lentement d'une période à l'autre, cette dernière expression peut s'écrire : $\Delta DEP/DEP = g + \bar{\delta}(g - i)$, avec $\bar{\delta} = \lambda/i$ ($\bar{\delta}$ est le taux d'endettement limite associé au taux i).

Compte tenu des simplifications faites, l'expression est particulièrement facile à interpréter. L'écart entre g et i joue un rôle critique. *Si un choc fait descendre la croissance du revenu nominal sous le taux d'intérêt apparent des dettes accumulées, la croissance de la dépense privée deviendra inférieure à celle du revenu, et ce d'autant plus que le poids de la dette sera élevé.* Pour ne pas voir augmenter le poids de la charge de leur dette, les agents privés vont, en effet, prélever une part de leur revenu pour réduire leur endettement. Si rien ne vient contre-carrer cette force déflationniste, le taux de croissance du revenu baissera, période après période, et ce, même si le taux initial g était largement positif. L'écart entre g et i donne donc une mesure de l'intensité des pressions qui se formeront dans une économie où les agents privés ont saturé leur contrainte d'endettement.

Le mécanisme décrit est bien sûr extrêmement schématique : rien ne permet de penser que la contrainte évoquée joue de manière aussi rigide ni que la propension à dépenser les revenus d'intérêt soit nulle. L'analyse attire néanmoins l'attention sur les dangers qu'il y a, dans une économie où l'endettement est élevé, à laisser la croissance des revenus nominaux rester longtemps sous le niveau des taux qui courent sur les dettes accumulées. Dans ce cas, en effet, soit les agents continuent d'emprunter sans qu'aucune contrainte particulière ne joue ; le poids, déjà élevé, de leur dette par rapport à leur revenu progresse alors rapidement et la probabilité de buter bientôt sur une limite augmente. Soit la limite a déjà été atteinte et les enchaînements décrits seront, pour partie au moins, à l'œuvre. Même si le niveau des prix comme celui de l'activité progressent encore pour un temps, une force récessive minera la croissance. Cette forme rampante de déflation peut être enrayée par la politique économique.

Le premier levier d'action passe par la baisse des taux d'intérêt. Il est particulièrement puissant, dans la mesure où il permet d'élever la limite d'endettement $\bar{\delta}$ définie plus haut. Son maniement est toutefois beaucoup plus délicat qu'il n'y paraît. Certes, la banque centrale peut presque instantanément faire baisser ses taux directeurs sous le taux g . Dans la période qui suit immédiatement le choc récessif, la croissance nominale a toutes chances d'être encore largement positive ; le niveau de taux d'intérêt requis le sera donc aussi. L'intensité de la pression déflationniste ne dépend toutefois pas du niveau des taux directeurs mais de ceux auxquels les agents sont endettés. La baisse des premiers ne contribuera à atténuer la pression déflationniste que dans la mesure où elle permet aux agents endettés de refinancer leurs dettes à des taux plus bas. L'aplatissement de la courbe des taux et la rapidité des refinancements auxquels les agents peuvent procéder

joueront ici un rôle décisif. Dans tous les cas, les effets de la politique monétaire mettront du temps à se manifester : son action sera d'autant plus efficace qu'elle aura été précoce. En attendant qu'elle produise ses effets, le second levier est essentiel : lui seul permet de prévenir rapidement une dynamique d'affaiblissement cumulatif de la croissance de la dépense et du revenu privés.

Ce second levier passe par la politique budgétaire et éventuellement la gestion du change : une impulsion fiscale suffisamment soutenue peut briser la spirale baissière en compensant les effets de la baisse de la propension des agents privés à dépenser leur revenu. L'affaiblissement continu de la croissance du revenu nominal pourra ainsi être évité. Un accroissement de la demande extérieure nette, dû à une baisse marquée du change, peut jouer le même rôle, avec toutefois des délais plus longs. On notera que les effets inflationnistes de la dépréciation ne contribueront à enrayer la déflation que dans la mesure où ils affectent les prix de la valeur ajoutée des agents privés domestiques.

Le risque de voir se développer aujourd'hui une forme rampante de « déflation par la dette » existe-t-il ? En Europe comme aux États-Unis, les deux dernières décennies ont été marquées par deux évolutions majeures : une montée continue du poids des dettes accumulées par les agents privés et une baisse marquée des rythmes d'inflation. Ainsi, entre 1980 et 2002, le poids de l'endettement privé des agents non financiers américains a augmenté d'environ 45 points de PIB. En même temps, les rythmes de l'inflation ont été divisés par cinq, passant de 12,5 % à 2,4 %. Pour les pays de la zone euro, les données ne sont souvent disponibles que sur courte période. Force est de constater toutefois que, depuis 1991, la progression du poids de l'endettement privé y a été, presque partout, plus spectaculaire encore qu'aux États-Unis : + 37 points en Allemagne, + 48 points aux Pays-Bas, + 63 points en Espagne. La France fait figure d'exception avec une hausse de « seulement » 24 points depuis 1980 (42 si l'on ajoute la dette inter-entreprises). Au total, le poids de l'endettement privé dans la zone euro était, à la fin du troisième trimestre 2002, à peine inférieur à celui observé outre-Atlantique (respectivement 107 % et 125 % du PIB).

Aucune de ces évolutions n'est, en elle-même, négative : la montée de l'endettement privé a été la contrepartie obligée d'un accroissement de richesse financière et la baisse de l'inflation a été voulue par les autorités monétaires. La vulnérabilité de ces économies au risque de déflation ne s'en trouve pas moins accrue. Avec le poids de l'endettement, la probabilité de voir « mordre » la contrainte décrite ci-dessus s'est considérablement élevée. Or, depuis 2000, les États-Unis comme l'Europe ont été soumis à de violents chocs récessifs : l'effondrement des Bourses est, par son ampleur, exactement comparable à celui qui en 1929 avait précédé la Grande dépression. À

ce choc boursier se sont ajoutés deux « chocs de confiance » liés aux attentats du 11 septembre puis à la guerre en Irak (avec, lors de cette dernière, un choc pétrolier comparable à celui de 1991). S'interroger sur l'existence d'un risque déflationniste et sur la manière dont les politiques économiques tentent — ou pourraient tenter — dans ces deux régions, de le prévenir n'est donc pas injustifié.

Déflation par la dette et politiques économiques

Il est éclairant de rapprocher d'abord les évolutions observées aux États-Unis au début de l'actuelle décennie et au Japon au début des années 1990⁵. Les bulles boursières ont été de même taille et la dynamique de l'investissement des entreprises pendant la décennie précédant le sommet de la bulle a suivi un profil étonnamment similaire. Lorsque la bulle a éclaté, le choc récessif est passé par un effet de perte de richesse et par une forte correction de l'investissement en réponse à l'effondrement du taux d'utilisation des capacités. Des différences importantes doivent toutefois être soulignées⁶ : avant l'éclatement de la bulle boursière, le poids de la dette privée dans le PIB s'était notablement accru au Japon et était 1,7 fois plus élevé en 1990 que celui atteint aux États-Unis dix ans plus tard (210 % du PIB contre 125 %) ; le poids des dépenses d'investissement en équipement des entreprises dans le PIB était double. En outre, à partir de 1991, le yen a commencé à dériver à la hausse⁷. Les forces déflationnistes initialement à l'œuvre dans l'économie japonaise étaient donc nettement plus puissantes que celles présentes au début de l'actuelle décennie dans l'économie américaine. On ne saurait toutefois oublier que, pour cette dernière, des chocs « géopolitiques » ont aussi pesé.

Quelles ont été, dans les deux cas, les réactions de la politique économique ? Les graphiques 1 et 2 montrent que les mesures prises aussi bien par la politique budgétaire que par la banque centrale ont eu pratiquement la même ampleur : une baisse de quelque 450 points de base des taux directeurs et une impulsion fiscale cumulée de 3,5 points de PIB. La réaction des autorités japonaises a été toutefois nettement plus tardive qu'aux États-Unis, du moins si l'on prend comme référence l'évolution de la Bourse. En retard par rapport à l'éclatement de la bulle, la Banque du Japon n'en a pas moins suivi

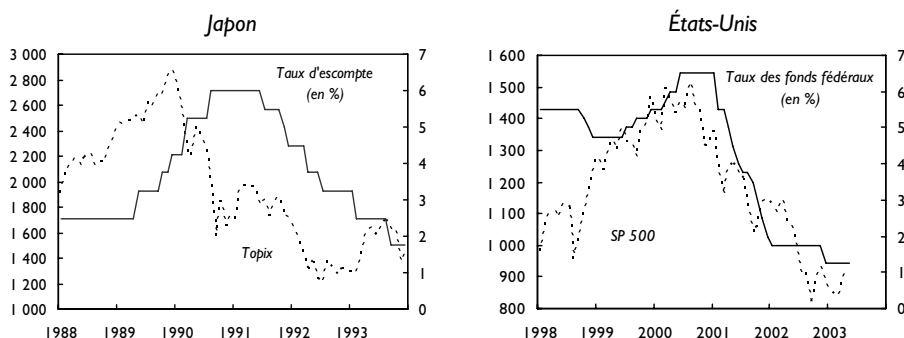
5. Cf. Alan Ahearne, Joseph Gagnon, Jane Haltmaier, Steve Kamin [et al.], « Preventing deflation : lessons from Japan's experience in the 1990s », *International Finance Discussion Papers* n° 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, juin 2002.

6. On n'insiste pas ici sur les différences ayant trait aux systèmes financiers des deux économies. Sur ce point, voir Anton Brender et Florence Pisani, *Les marchés et la croissance*, chapitre 3, éd. Economica 2001.

7. Par ailleurs, le Japon avait également laissé se former une bulle immobilière qui, dix ans plus tard, n'a pas eu son pendant aux États-Unis.

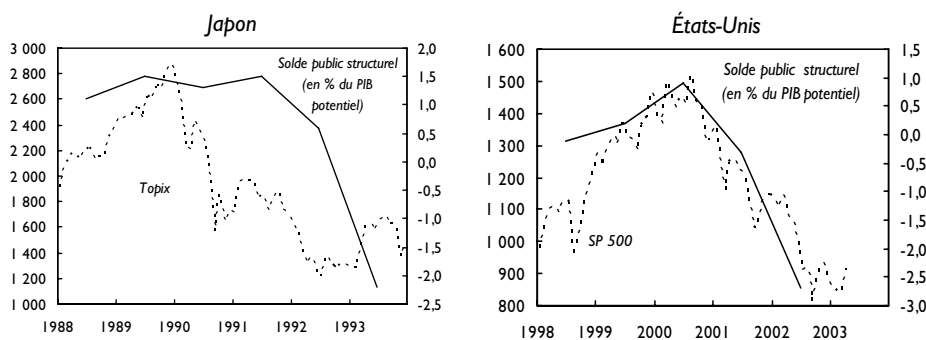
la conjoncture en baissant ses taux à partir du mois de juillet 1991. La contraction de l'investissement, principal facteur du freinage conjoncturel, a en effet pratiquement coïncidé avec l'éclatement de la bulle aux États-Unis, alors qu'elle est intervenue un an et demi plus tard au Japon.

I. Politique monétaire



Taux d'intérêt : échelle de droite. Indices boursiers : échelle de gauche.
Source : Datastream.

2. Politique budgétaire



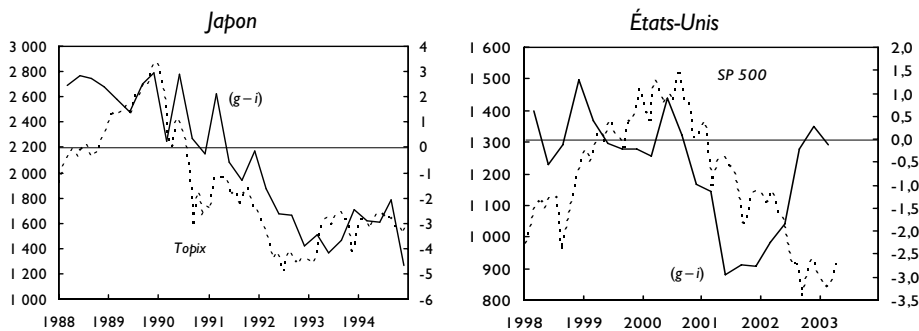
Solde public : échelle de droite. Indices boursiers : échelle de gauche.
Source : Datastream.

Comment, au lendemain de l'éclatement de chacune des bulles, ont évolué les pressions déflationnistes évoquées plus haut ? À défaut de pouvoir disposer de taux d'intérêt apparents comparables, on a pris pour repère dans chacune des économies, l'écart entre le taux de croissance du PIB nominal et le taux des emprunts d'État à 10 ans⁸. Un premier constat est clair : l'éclatement de la bulle va faire passer le taux de croissance nominale près de trois cents points de base sous les taux à 10 ans aussi bien au Japon qu'aux États-Unis. Pour ces derniers, le

8. Ce qui compte, bien sûr, est le taux auquel les agents privés sont effectivement endettés. Ce taux baissera plus ou moins vite avec les taux obligataires publics, selon les conditions financières propres à chaque pays.

mouvement est toutefois beaucoup plus brutal, le retournement conjoncturel coïncidant pratiquement, on vient de le voir, avec l'éclatement de la bulle. Un deuxième constat doit aussi être fait : outre-Atlantique, l'écart déflationniste, maximum mi-2001, est résorbé deux ans plus tard. Au Japon, l'écart s'est creusé plus lentement et n'a atteint son maximum qu'en 1993 (graphique 3). Fin 1994 toutefois, il était toujours aussi important ! Pendant quatre ans, les agents privés déjà lourdement endettés ont donc vu leur revenu nominal progresser sensiblement moins vite que les intérêts à payer sur leur dette. Les pressions récessives sont ainsi devenues de plus en plus fortes. La baisse continue du rythme de croissance nominale — il tombe pratiquement à zéro dans la deuxième partie des années 1990 — va, au fil des ans, finir par rendre le levier monétaire inopérant. Relancer la croissance de la dépense privée est dès lors devenu de plus en plus difficile. Aux États-Unis, en revanche, la période pendant laquelle la croissance nominale est restée inférieure au taux d'intérêt a été remarquablement brève. Une conclusion s'impose : face au risque de déflation par la dette, la réaction de la politique économique américaine au lendemain de l'éclatement de la bulle semble avoir été rapide et correctement proportionnée... en partie par chance, il est vrai, pour la politique fiscale puisque les allègements d'impôts de 2001 faisaient partie des promesses électorales de G.W. Bush !

3. Écarts entre croissance nominale et taux d'intérêt après les chocs boursiers

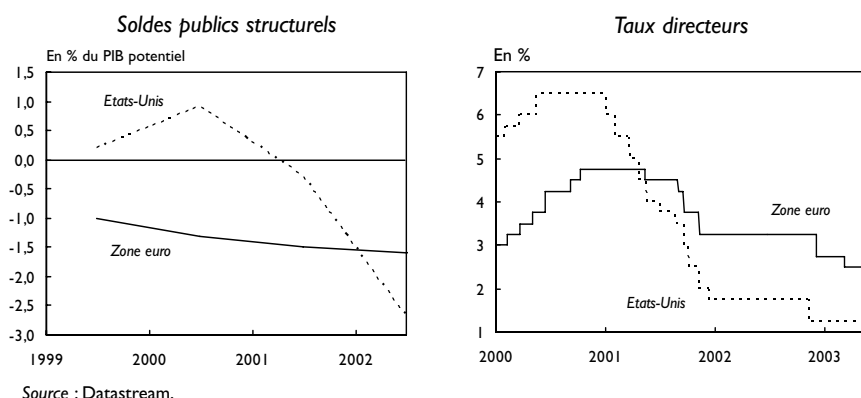


Écart de taux : échelle de droite. Indices boursiers : échelle de gauche.
 (g-i) est l'écart entre le taux de croissance nominale du PIB (en glissement annuel) et les taux d'intérêt des emprunts d'État à 10 ans.
 Source : Datastream.

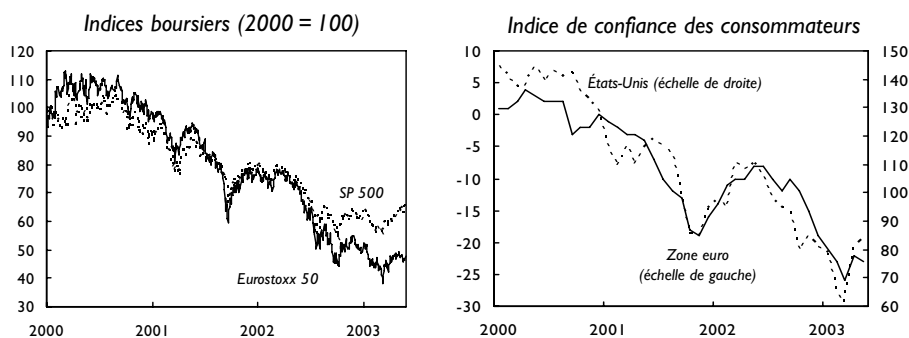
Qu'en a-t-il été pour les pays de la zone euro ? Pour répondre, on a comparé d'abord la réaction des politiques économiques de part et d'autre de l'Atlantique. Le graphique 4 parle pratiquement de lui-même. En Europe, la stimulation budgétaire a été inexistante et la politique monétaire est intervenue de manière très modérée : trois ans après le sommet boursier, les taux directeurs avaient baissé moitié moins qu'aux États-Unis. Les chocs subis ont-ils été moindres ? Il est

difficile de le penser. L'ampleur des baisses de Bourses a été semblable et l'évolution de la confiance des ménages depuis 2000, parallèle (graphique 5). Seule la contribution de la baisse de l'investissement des entreprises a été plus modeste. Mais les pays de la zone euro ont, depuis plus d'un an maintenant, à faire face à l'appréciation de leur monnaie. Que l'ampleur des chocs subis ait ou non été exactement la même, la lecture du graphique 6 est sans ambiguïté : au niveau de la zone prise dans son ensemble, la croissance nominale est, depuis 2001, inférieure au taux d'intérêt à 10 ans d'au moins 1 %. Et les perspectives conjoncturelles pour 2003 et 2004, laissent penser que cette situation va se poursuivre.

4. Politiques économiques dans la zone euro et aux États-Unis

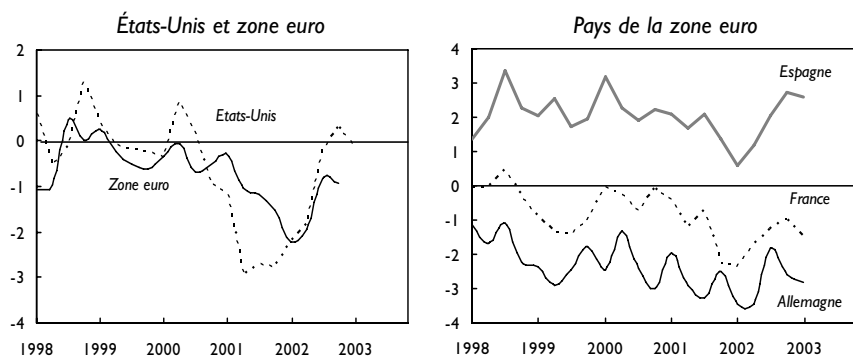


5. Des chocs récessifs similaires



Pour la zone euro, la confiance des ménages est la composante « situation économique des 12 prochains mois » de l'enquête de la Commission européenne. Pour les États-Unis, nous avons retenu l'indice du *Conference Board*.
Source : Datastream.

6. Écart entre croissance nominale et taux d'intérêt



($g-i$) est l'écart entre le taux de croissance nominale du PIB (en glissement annuel) et les taux d'intérêt des emprunts d'État à 10 ans.

Source : Datastream.

Certes, l'ampleur de ces écarts n'a rien à voir avec ce qui a pu être observé au début des années 1990 au Japon. Mais les pressions qui en résultent sont loin d'être également réparties au sein des pays de la zone euro. Ainsi, en Espagne la croissance nominale était à nouveau, début 2003, supérieure de plus de deux points au niveau des taux. En Allemagne, par contre, une lente mais inquiétante dérive se poursuit. Depuis la fin des années 1990, le rythme de progression des revenus nominaux a été en permanence inférieur d'environ deux, puis maintenant trois cents points de base aux taux à 10 ans. Or, le poids des dettes privées allemandes est parmi les plus élevés d'Europe et les risques liés à cette accumulation sont, pour la presque totalité, portés par le plus fragile des systèmes bancaires européens. La possibilité de voir l'Allemagne engagée dans une évolution semblable, dans sa logique sinon dans son intensité, à celle du Japon est donc réelle. Les conséquences pour l'Europe en seraient d'autant plus dommageables que la France comme l'Italie, bien que moins endettées, ne sont pas à l'abri de la déflation.

Or, à la différence des États-Unis et du Japon, l'Europe est très mal armée pour faire face à la déflation par la dette. Aucun de ses dispositifs de politique économique n'a été pensé à cet effet. Le Pacte de stabilité a été conçu pour des économies connaissant des fluctuations cycliques ordinaires. Le vaudeville auquel donne lieu depuis quelque temps son application montre à quel point ce Pacte est aujourd'hui mis en porte-à-faux par une conjoncture qui n'a rien d'ordinaire. Quant à la politique monétaire des pays de la zone euro, elle est, on le sait, d'abord tournée vers la maîtrise de l'inflation, et ses repères habituels ne sont pas les bons pour prévenir une déflation par la dette. Ce qui compte en effet dans ce cas pour décider du niveau des taux n'est plus le rythme de l'inflation mais celui de la croissance nominale.

De ce point de vue, les quelques observations présentées ici laissent penser que, compte tenu de la totale absence de stimulation budgétaire, les taux européens, pour être historiquement bas, n'en étaient pas moins encore, à la fin du printemps 2003, trop élevés.

