



La déflation, c'est quoi ?

Définition, nocivité et état des lieux en zone euro

Il y a en Europe une certaine insouciance à l'égard du risque de déflation. Un peu comme si cette dernière était un moindre mal en comparaison du poison absolu qu'est l'inflation. Jusqu'à récemment, le mot même de déflation était absent du répertoire officiel, quasiment impossible à trouver sous le site de la BCE, alors que sur ce dernier se loge une section entière à vocation éducative sur les méfaits de l'inflation (cf. « [Inflation Island](#) »).

Une telle différence de traitement entre ces deux maux ne se justifie guère. Si, depuis le milieu du vingtième siècle, nos économies ont plus souvent eu maille à partir avec l'inflation, l'histoire économique est là pour nous rappeler combien les épisodes déflationnistes ont été monnaie courante dans un passé plus lointain et à quel point ceux-ci se sont révélés ravageurs sur le plan économique, social et, le plus souvent, politique. À l'heure où les prémices de déflation se multiplient en zone euro, sans doute n'est-ce pas inutile de revenir sur ce qu'elle signifie et les mécanismes qui en font un véritable fléau.

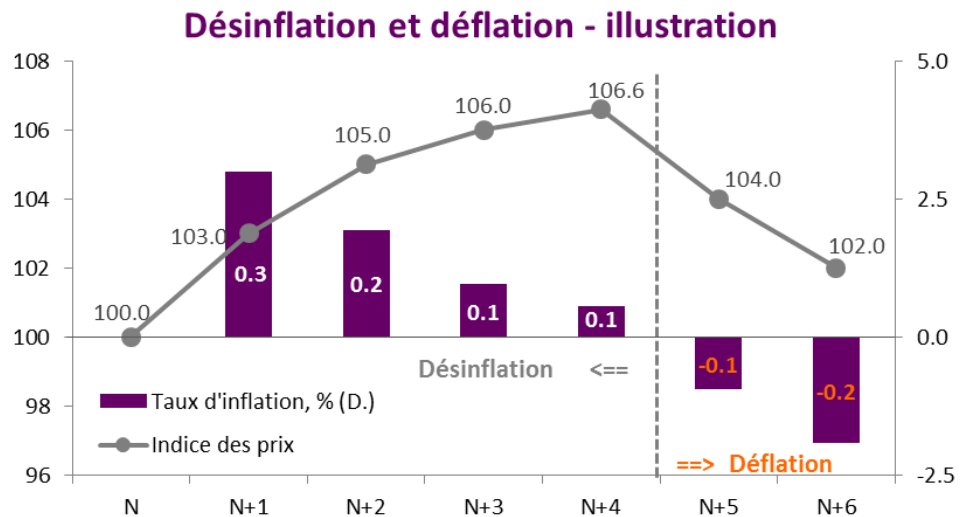
Sommaire

Définition, mesures et origines de la déflation	p.2
Expression d'un déséquilibre entre l'offre et la demande	p. 2
Schéma des enchaînements déflationnistes traditionnels	p. 3
Difficultés de mesure	p. 4
Nocivité de la déflation	p. 6
La trappe déflationniste	p. 7
Des efforts compétitifs vains, le cas japonais	p. 8
État des lieux en zone euro	p. 10

Définition, mesures et origines de la déflation

Au contraire de la désinflation, la déflation est un processus de baisse absolue du coût de la vie induisant de profonds dysfonctionnements des rouages économiques

Au contraire de l'inflation et de la désinflation, qui, toutes deux font référence à un processus de hausse des prix, la déflation traduit un phénomène de baisse du coût de la vie. Imaginons, à titre d'exemple, qu'au cours de trois années consécutives, n à n+2, l'indice de référence des prix à la consommation passe de 100 à 103 puis 105 : le taux d'inflation entre l'année n et n+1 serait alors égal à 3 % (103/100), celui de l'année n+2, à 1,9 % (105/103)... S'il venait à se prolonger, ce mouvement de décélération de la hausse des prix correspondrait à ce que l'on qualifie de **désinflation**, soit une **inflation tendancielle moins forte au fil du temps**. La déflation, à l'inverse, se manifesterait par une contraction de l'indice des prix, par exemple par un repli de ce dernier de 106,6 l'année 5, à 104 l'année 6, puis 102 l'année 7 ; **elle est donc l'expression d'une baisse absolue du coût de la vie**.



De prime abord positif, notamment par ses effets positifs sur le pouvoir d'achat des ménages, le passage en territoire négatif des évolutions de prix induit de profonds dysfonctionnements économiques. Ce sont ces mécanismes qu'il convient de comprendre pour mesurer ce que signifie le danger déflationniste.

Expression d'un déséquilibre entre l'offre et la demande

La déflation ne s'apparente pas à un phénomène ponctuel, telle, par exemple, une chute des prix de l'énergie. Par opposition à un choc externe susceptible d'affecter certains biens, voire de nombreux biens importés, elle émane du processus intrinsèque de formation des prix. Elle se distingue également des baisses des prix à caractère vertueux pouvant résulter d'un choc positif de productivité, comme cela a pu être observé au début des années deux mille en Chine quand les transferts massifs de technologie vers ce pays permettaient d'enregistrer des gains de productivité suffisants pour, tout à la fois, écraser le

La manifestation ultime de la déflation, qu'est la contraction de la demande, trouve souvent ses racines dans un excès originel sur le front de l'offre

coût unitaire de la production et autoriser une solide progression de la rémunération du travail. **La déflation se caractérise par la simultanéité d'une baisse du niveau général des prix de la valeur ajoutée et de la principale composante de son coût, la rémunération du travail.**

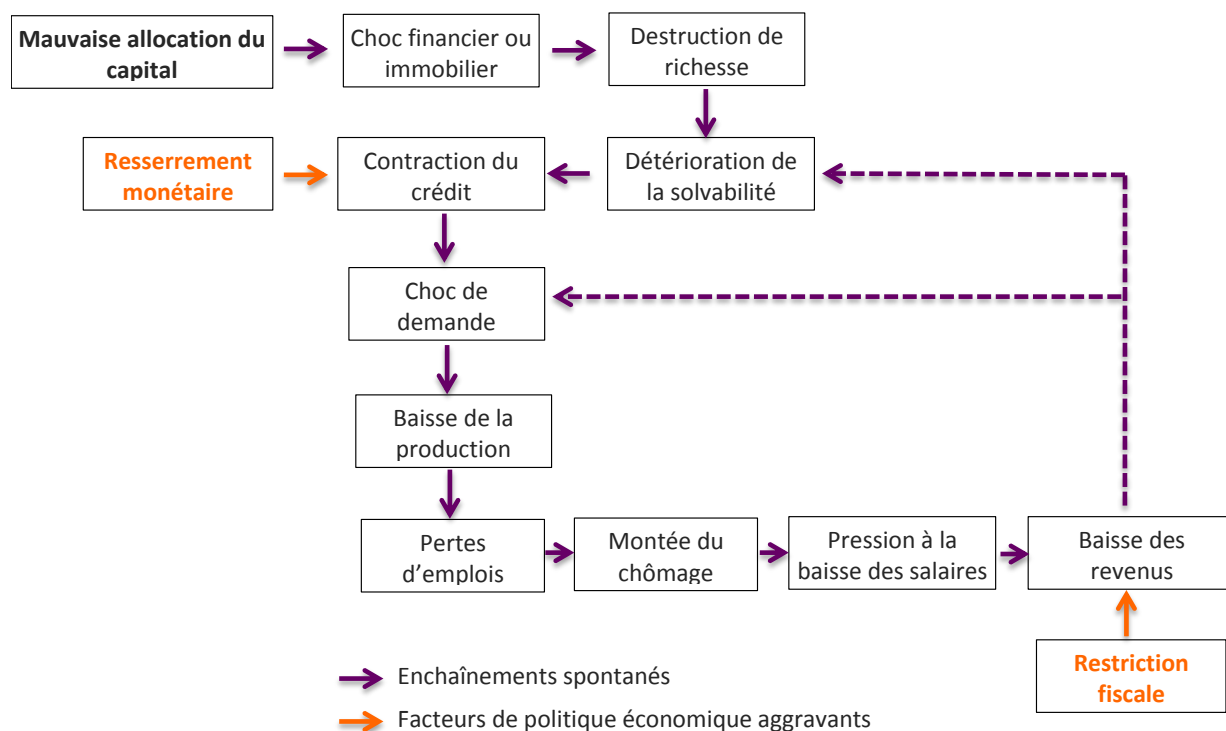
Tout comme l'inflation, la déflation est l'expression d'un déséquilibre initial entre l'offre et la demande, susceptible de provenir d'un excès de la première ou d'une insuffisance de la seconde. Les épisodes modernes de déflation semblent, pour la plupart, avoir trouvé leur origine dans un choc de demande, le plus souvent associé aux conséquences durablement négatives d'une chute brutale des prix des actifs. En provoquant l'appauvrissement et en forçant au désendettement, les krachs financiers ou immobiliers sont ainsi les déclencheurs les plus fréquents des épisodes de déflation recensés depuis le début du 20^{ème} siècle, dont les enchaînements les plus classiques sont les suivants : anémie prolongée de croissance de la demande, rétrécissement du socle productif, pertes importantes d'emplois, montée du chômage, pressions à la baisse des salaires, détérioration de la solvabilité, contraction du crédit... baisse plus prononcée de la demande et des prix.

Expliquer ces dysfonctionnements par le seul choc de demande est toutefois probablement erroné. Une déformation du coût du capital, associée à une mauvaise allocation de celui-ci - sous la forme d'un excès d'investissement productif (excès d'offre) ou de la formation de bulles financières ou immobilières - a, en effet, systématiquement précédé les épisodes déflationnistes. Ainsi, **la manifestation ultime du choc, qu'est la contraction de la demande, trouve souvent ses racines dans un excès originel sur le front de l'offre.**

Les erreurs de politique économique après un choc de prix d'actifs sont souvent tenues pour responsables des enchaînements déflationnistes

Par ailleurs, les erreurs de politique économique, généralement liées à une sous-estimation de la fragilité induite par le choc initial enregistré sur les prix des actifs, sont souvent apparues comme responsables ou facteurs aggravants susceptibles d'avoir précipité les enchaînements déflationnistes les plus profonds. On attribue, ainsi, la responsabilité de la déflation américaine des années Trente au resserrement trop précoce de la politique monétaire après la crise de 1929, ou celle du Japon, au durcissement fiscal de 1997, six ans après l'éclatement de la bulle financière de 1991, et le risque de déflation actuel en zone euro, aux effets de la politique d'austérité menée depuis 2010, soit moins de deux ans après la crise financière internationale de 2008, quand les pays concernés traversaient encore, pour la plupart, une grave crise immobilière.

Enchaînements déflationnistes traditionnels



Difficultés de mesure

Le diagnostic déflationniste est souvent plus complexe à établir que celui de l'inflation. L'adoption de politiques économiques adaptées s'en trouve retardé.

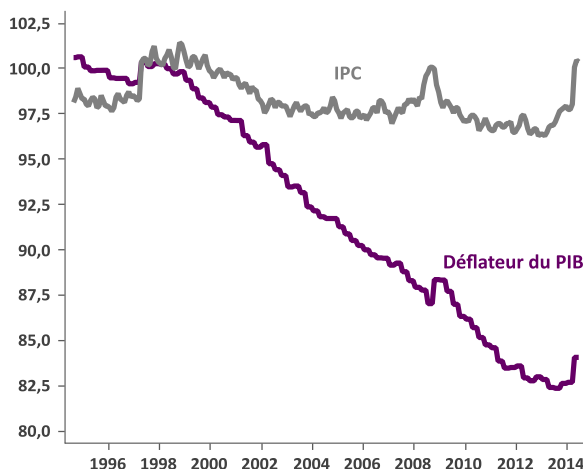
Le diagnostic déflationniste est assez complexe et, généralement, plus difficile à établir que celui de l'inflation. Plusieurs raisons l'expliquent :

- La difficulté à analyser ce qui, dans les évolutions de prix souvent disparates en période de crise ou de difficultés économiques majeures, relève ou non d'un processus durable, susceptible de dégénérer en déflation généralisée ou d'un élément ponctuel ou sectoriel.
- La non-réciprocité des mécanismes d'indexation des prix et salaires à un environnement de baisse des prix par rapport à ce qui est pratiqué dans un contexte inflationniste, qui introduit une inertie dans les mécanismes de diffusion de la déflation et en réduit la perception.
- L'insensibilité des prix des services publics à l'évolution de la demande ou les hausses de taxes à la consommation susceptibles d'interférer avec la mesure de l'évolution du coût de la vie et la réalité des tendances économiques spontanées.

Pour se prémunir des erreurs de diagnostic, les économistes utilisent le plus souvent des prix de l'ensemble des biens et services effectivement payés tous les agents économiques (ménages, entreprises, État) qu'exprime le déflateur du PIB, au contraire des seuls indices des prix à la consommation, non pondérés des dépenses effectives et payés par les seuls ménages. Les écarts entre ces deux mesures peuvent être très importants. Ainsi, au Japon, de la mi-1997 et la mi-

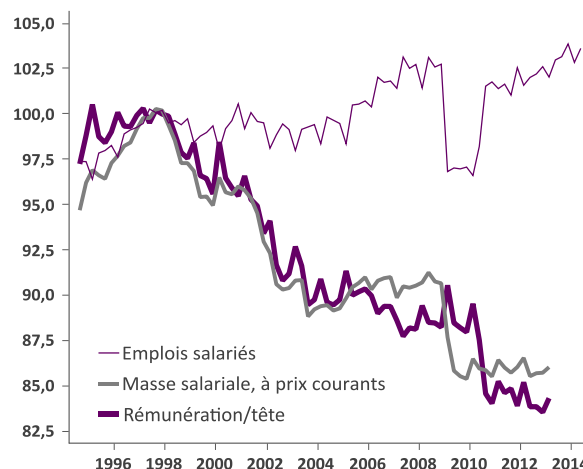
2013, période durant laquelle le pays traverse seize années de déflation, l'indice des prix à la consommation n'a pas reflué de plus de 3 %, du fait essentiellement de la hausse continue des prix de l'énergie, de celle des services publics et de ceux des services de santé, structurellement tirés à la hausse par les besoins croissants d'une population rapidement vieillissante. Le déflateur du PIB a en revanche chuté de près de 18 %, quand la masse des rémunérations s'est contractée de quelque 15 %, correspondant, à raison d'une hausse de l'emploi de 3 %, à une chute de 18 % des salaires par tête.

Indice des prix à la consommation (IPC) et déflateur du PIB au Japon, 2007=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Masse salariale, emploi et rémunération par tête au Japon, 1997=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Par ailleurs, aux informations sur la valeur des biens, potentiellement influencées par des phénomènes extérieurs, l'analyse privilégie les données relatives aux activités non échangeables de la sphère des services, particulièrement des services privés : hôtellerie, restauration loisirs, services à la personne, loyers, dont la sensibilité à la demande domestique est beaucoup plus élevée. Le caractère de ces informations, plus longues à obtenir que les données mensuelles des prix à la consommation, et dont les premières estimations sont assez imparfaites, participent cependant de la difficulté à établir le diagnostic déflationniste.

Ce dernier est, de fait, souvent controversé et accepté tardivement avec pour résultat, presque systématique, de décaler dans le temps l'adoption de politiques économiques adaptées, à l'instar de la situation de ces derniers mois en zone euro. Jusqu'à récemment, en effet, de nombreux observateurs, au premier rang desquels la BCE, attribuaient le reflux des taux d'inflation en zone euro à la baisse des prix importés, en particulier à ceux des matières premières. Si l'observation n'était pas erronée, le diagnostic pêchait par la surestimation des tendances sous-jacentes de la demande qui aujourd'hui confirment une dérive déflationniste beaucoup plus ancrée que jusqu'à récemment admis.

Nocivité de la déflation

Les enchaînements supposés vertueux d'un processus déflationniste sont illusoire. La déflation auto-entretient la dette, érode la croissance et l'investissement et annihile la capacité d'action des politiques économiques.

Les dangers de la déflation sont assez mal compris et peuvent, y compris, mettre les économistes dans l'embarras. Perçues comme un moyen de compenser les effets d'un choc ou d'une défaillance économique, les baisses de prix sont souvent observées avec une certaine bienveillance en période de crise, quand, par ailleurs, les baisses de salaires sont observées comme un mal nécessaire pour retrouver, à terme, une situation assainie porteuse d'une plus forte croissance. C'est bien l'idée des politiques déflationnistes imposées aux pays du sud de l'Europe, dont l'acceptation répond au raisonnement suivant :

- Ces pays souffrent d'une perte de compétitivité notamment liée à un surcoût du travail relativement à leur productivité. Une baisse de leurs coûts est donc nécessaire pour corriger les excès passés et restaurer leur compétitivité.
- En l'absence de possibilité de stimuler la productivité par l'investissement, la baisse des coûts unitaires de production ne peut se faire que par une chute de l'emploi et une baisse des rémunérations. La contraction du niveau général des prix permet d'accompagner ce mouvement en atténuant les pertes de pouvoir d'achat.
- Ces enchaînements prendront mécaniquement fin lorsque les efforts consentis porteront leurs fruits, c'est-à-dire une fois la croissance à nouveau stimulée par les gains de compétitivité.

Les développements déflationnistes sont très éloignés de ces enchaînements vertueux dont, en réalité, les pays s'éloignent de plus en plus dès lors que s'enclenche une spirale de baisse des prix et des salaires. Ceci provient principalement du jeu des mécanismes simultanés suivants :

- 1- **Une élévation mécanique du taux d'endettement.** La déflation, nous l'avons dit, intervient le plus souvent après une période d'excès d'endettement du secteur privé. Or, en abaissant le niveau des rémunérations, ou celui des transferts sociaux, le rapport de la dette aux revenus se trouve mécaniquement gonflé. L'excès d'endettement initial est donc accentué et ses conséquences négatives sur la demande s'en trouvent accrues. **La déflation ne peut en aucun cas constituer une solution à une crise de surendettement dont elle accentue, au contraire, les manifestations.**
- 2- **Une hausse des taux d'intérêt réels.** Quelles que soient les conditions auxquelles les banques se financent auprès de l'institut d'émission, il est une limite à la baisse des taux d'intérêt qu'elles peuvent pratiquer à l'égard de leur clientèle privée qui tient au fait que ceux-ci ne peuvent pas descendre au-dessous du seuil de zéro pourcent (ce qui équivaldrait à ce que les banques rétribuent les agents pour leur faire crédit). En période de déflation, **ceci signifie que la baisse des taux d'intérêt n'a pas la capacité d'accompagner celle des prix** ce qui se traduit mécaniquement par une remontée des taux d'intérêt réels. On comprend ici que, même l'instauration de taux négatifs sur les facilités de

dépôts des banques auprès de l'institut d'émission n'a pas le pouvoir de contourner cette limite. L'endettement devient alors plus coûteux en même temps que la solvabilité des agents se dégrade, ce qui a un effet négatif sur l'offre et la demande de crédit simultanément. **La hausse des taux d'intérêt réels inhérente à une situation de déflation a pour effet d'amplifier les effets en cascade négatifs sur l'activité et réduit considérablement l'impact des initiatives de stimulation du crédit susceptibles d'être menées par ailleurs.**

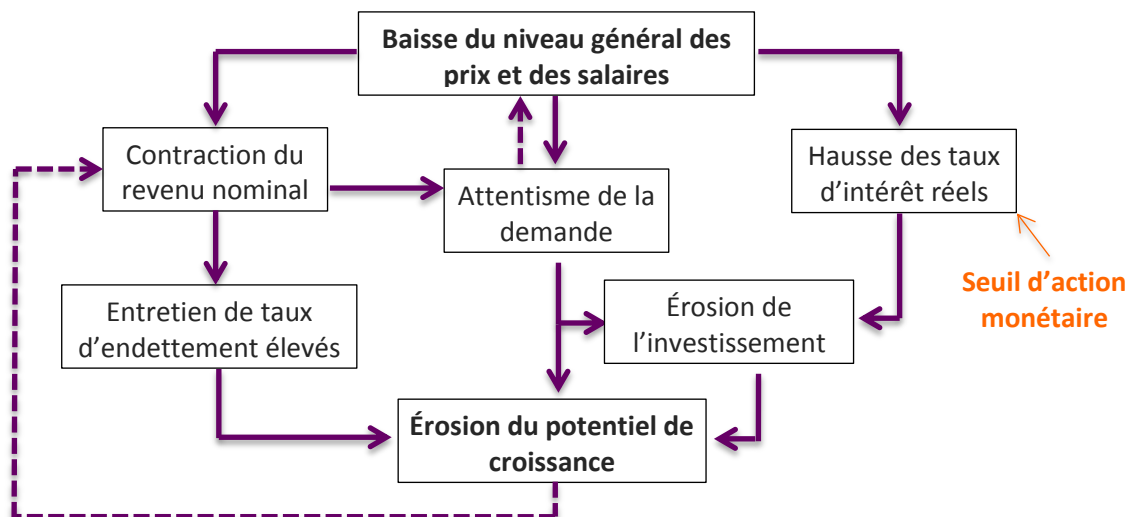
3- **Un attentisme en matière de dépenses.** L'anticipation d'une baisse prolongée du niveau des prix, qui souvent se manifeste dès les débuts du processus déflationniste, tend à figer le comportement de dépenses des consommateurs qui, dans l'attente de prix plus avantageux, décalent leurs dépenses dans le temps. **La déflation tend dès lors à entretenir la déprime de consommation sans laquelle la croissance économique ne peut repartir.**

4- **Une érosion de l'investissement.** La décision d'investir par un chef d'entreprise étant fonction de la rentabilité escomptée, elle-même déterminée par : 1- les perspectives de demande, 2- celles des prix futurs et, 3- par le coût du capital, la déflation nuit considérablement au développement de l'investissement qui serait nécessaire pour reconstruire les bases d'une croissance future. **A long terme, la pénurie d'investissement réduit le socle productif et appauvrit l'économie.** C'est bien sur ce dernier front que les épisodes déflationnistes se révèlent les plus nocifs sur le long terme.

5- **Une réduction du potentiel de croissance.** La conséquence logique de la déflation est une érosion des ressources de croissance s'accompagnant d'un rétrécissement du socle productif et de celui des revenus. Il s'agit bien d'un appauvrissement structurel allant de pair avec une élévation du taux d'endettement public, résultat des tendances combinées : 1- du rétrécissement nominal du produit intérieur brut lié à l'effet prix, 2- de l'érosion du socle de croissance réelle et 3- de celui des ressources fiscales.

Les politiques économiques traditionnelles n'ont pas les moyens d'enrayer les enchaînements déflationnistes dès lors qu'ils sont enclenchés.

Trappe déflationniste



La mécanique destructrice de la déflation passe donc par trois canaux principaux :

1. **L'auto entretien du processus dépressif sur l'activité,**
2. **l'élévation mécanique du taux d'endettement des agents privés et publics,**
3. **la confiscation de la capacité d'action des politiques économiques,** les initiatives monétaires étant court-circuitées par la hausse des taux réels et les choix sur le front budgétaire se limitant à celui suivre un axe de plus en plus restrictif - donc déflationniste- ou celui de laisser filer la dette publique.

Des efforts compétitifs vains, le cas japonais

L'idée qu'une impulsion extérieure, généralement attendue de la demande internationale, puisse permettre d'éviter ces enchaînements dévastateurs est rarement vérifiée.

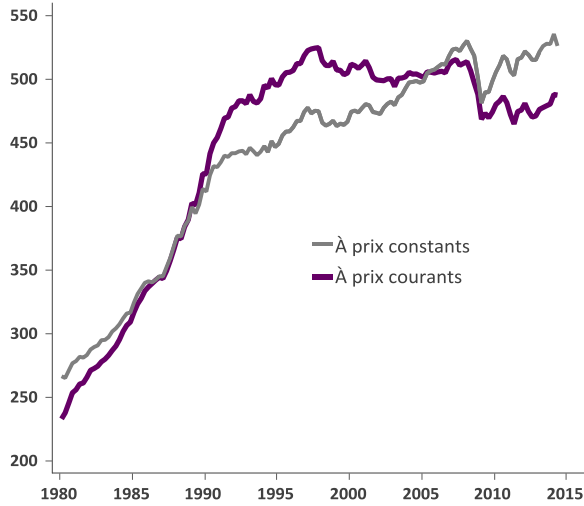
L'idée qu'une impulsion extérieure, généralement attendue d'une meilleure compétitivité, puisse permettre d'éviter ces enchaînements dévastateurs est assez largement erronée. L'entretien d'un excédent des comptes courants provoqué par l'anémie de demande domestique, tendant à faire s'apprécier la valeur nominale de la devise, l'avantage compétitif susceptible de naître de la baisse des prix relatifs est, par nature, très précaire, aisément absorbé par l'appréciation du taux de change nominal en régime de taux de changes flexibles. Même dans le cas du Japon dont les exportations ont bénéficié d'un contexte régional et international particulièrement porteur tout au long des années de déflation, la croissance des exportations n'a pu interrompre la spirale à la baisse des prix domestiques.

Seize années de déflation ont ainsi conduit à une profonde détérioration de la situation économique japonais caractérisée par :

- Une chute de 8 % du produit intérieur brut nominal du pays, 12 % à son point le plus bas du deuxième trimestre 2011.
- Une hausse du PIB réel de 12 % sur l'ensemble de la période 1997 à aujourd'hui, correspondant à un taux de croissance annuel moyen de seulement 0,7 %, à comparer avec une augmentation de 48 % aux Etats-Unis (2,3 %/an), 30 % en France (1,6 %/an), ou encore de 25 % en Allemagne (1,4 %).
- Une envolée de la dette publique, passée de 68 % du PIB en 1997 à 165 % dix ans plus tard et 225 % aujourd'hui, sous les effets combinés de l'érosion des recettes, de l'augmentation structurelle des dépenses liées au vieillissement de la population, des tentatives de stimulation de l'activité des gouvernements successifs et, enfin, de l'augmentation de la charge d'intérêt - malgré des taux de financement inférieurs à 2% depuis 1999 et aujourd'hui de 0,50 %.
- Un taux d'endettement des ménages toujours très élevé, de plus de 123 % du revenu disponible actuellement, soit à peine inférieur de dix points à celui du début des années deux mille et dorénavant plus élevé que celui des ménages américains ; le taux d'endettement immobilier étant pour sa part

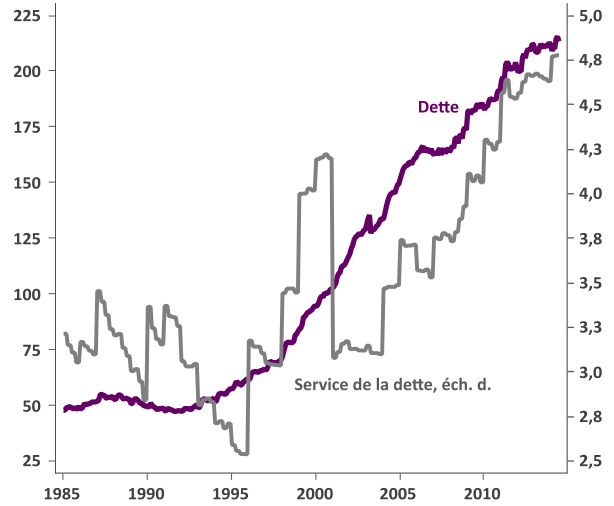
supérieur de dix points à ce qu'il était en 1999, malgré vingt ans de correction du marché local et à peu près autant de contraction du crédit.

PIB réel et nominal au Japon



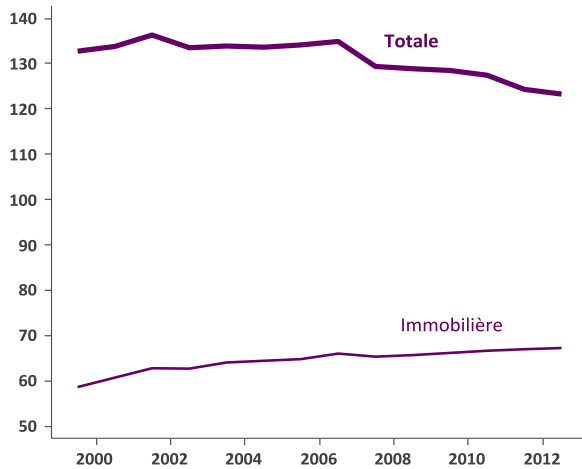
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Dettes publiques et service de la dette



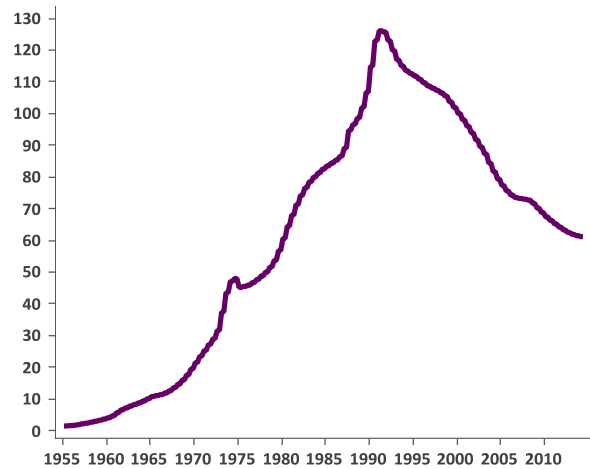
En % du PIB nominal

Dettes des ménages, en % de leur revenu disponible



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice des prix des terrains résidentiels au Japon

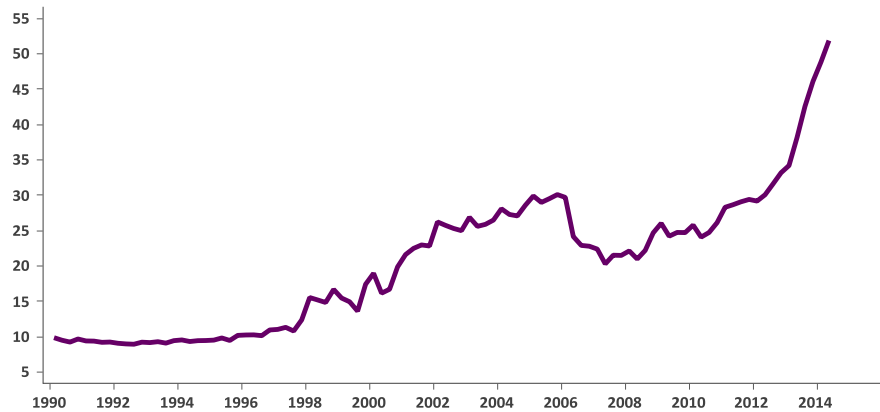


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Que la stagnation de la population nippone depuis 2000 ait permis de maintenir une tendance ascendante du revenu par tête, rendant le coût de la déflation plus supportable, ne réduit en rien la déroute de cette économie. **Le Japon est en proie à une situation inextricable dont l'illustration la plus criante est peut-être celle de la trajectoire du bilan de la Banque centrale, passé de 10 % du PIB avant l'entrée en déflation début 1997, à 30 % en 2005 et aujourd'hui 53 %.**

L'économie japonaise est en proie à une situation inextricable qu'illustre la trajectoire du bilan de la BOJ.

Bilan de la BOJ en % du PIB japonais



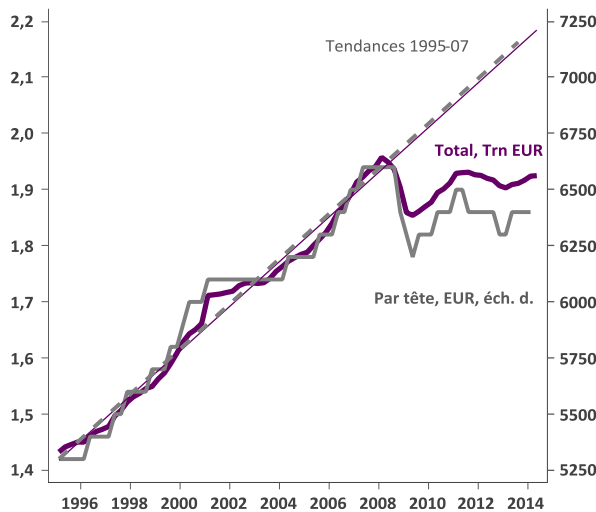
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

État des lieux en zone euro

Il y a bien des raisons de craindre que la crise économique et financière présente en zone euro prenne une tournure déflationniste :

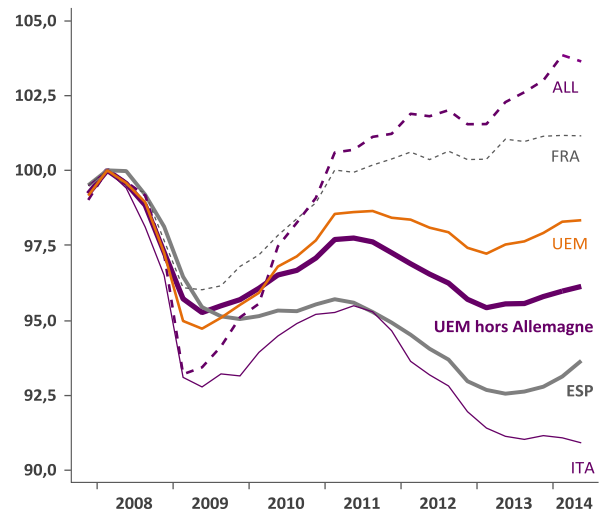
- **La destruction de richesse depuis la crise immobilière et financière de 2008 est considérable**, illustrée par un déficit de création de valeur de 12% par rapport à ce qu'aurait été la poursuite de la tendance enregistrée sur la période 1995 à 2007, des destructions d'emplois et une envolée du chômage entretenant une faiblesse persistante de la demande.

PIB réel de la zone euro, aux prix de 2000



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Produit intérieur brut réel, Indices 2008=100

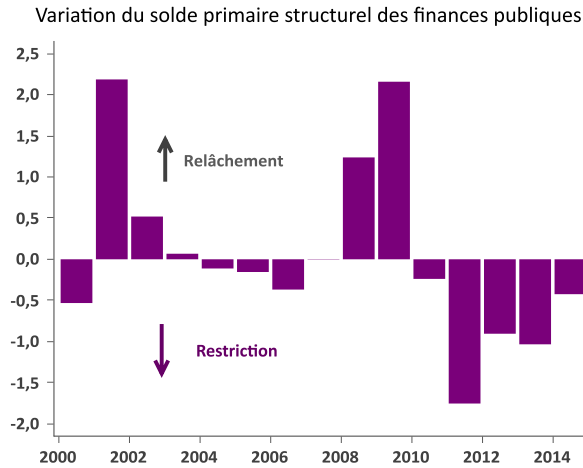


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

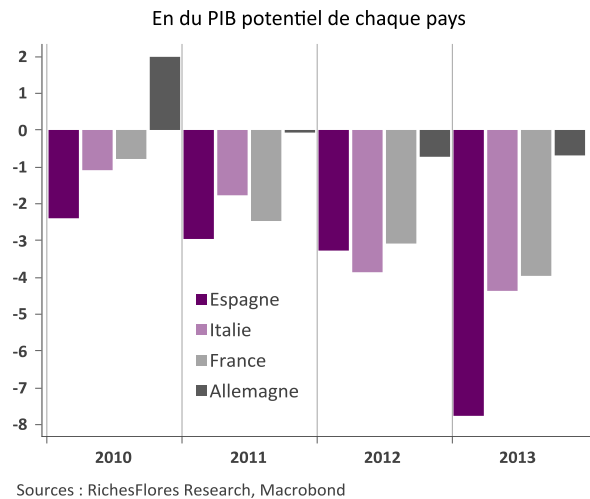
- **Les politiques budgétaires d'une rare sévérité** imposées dans une grande majorité d'économies depuis 2010 ont notablement amplifié le choc initial. On peut estimer l'effet de la restriction budgétaire et fiscale sur la croissance potentielle par les évolutions du solde primaire structurel des

finances publiques estimé par l'OCDE. Ainsi, selon ces données, la politique budgétaire menée entre 2010 et 2013 aurait coûté jusqu'à 3,9 % du PIB potentiel de la zone euro, à raison de 7,8 % dans le cas de l'Espagne, 4,4 % et 3,9 % respectivement dans ceux de l'Italie et de la France.

Orientation de la politique budgétaire de l'UEM, en % du PIB potentiel

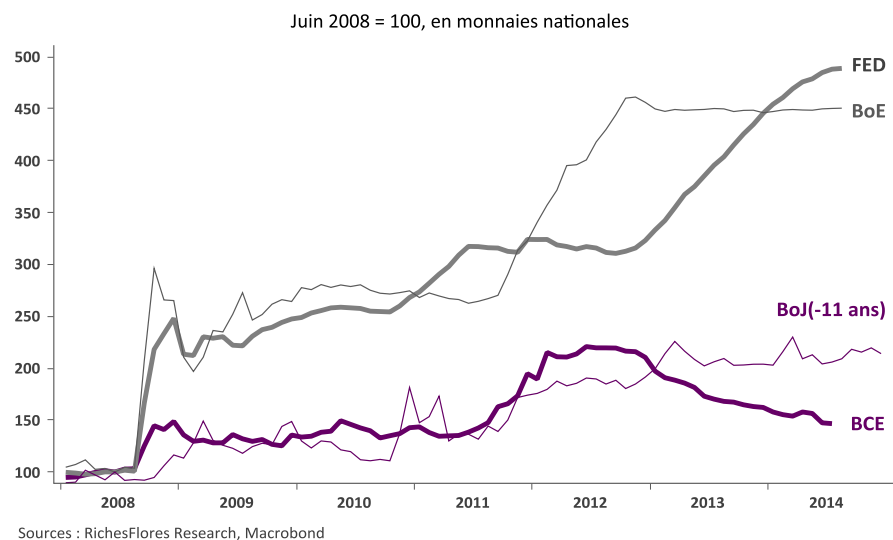


Effet cumulé de la restriction budgétaire de 2010 à 2013



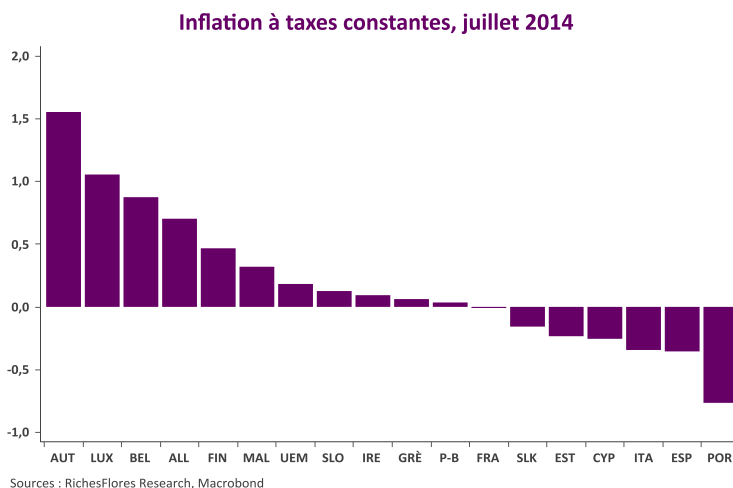
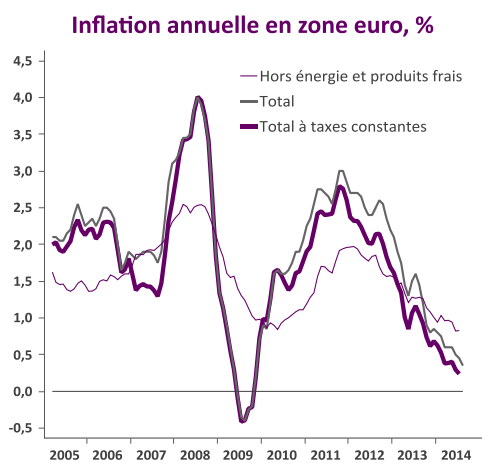
- **Un accompagnement monétaire insuffisant** et systématiquement trop tardif pour compenser l'ampleur du choc budgétaire et fiscal. Il n'est pas anodin de noter que depuis la crise de 2008, la BCE n'a pas fait plus en matière d'impulsion monétaire que ce qu'avait fait la Banque du Japon entre 1997 et 2012, avant les changements opérés par le Premier Ministre Shinzo Abe (voir graphique page 10).

Evolution des bilans des banques centrales depuis juin 2008



- **Une imbrication particulièrement élevée des économies de l'union monétaire**, propice à la propagation et à la démultiplication des chocs à l'échelle régionale, susceptible, y compris, d'entraîner les pays apparemment les plus solides - l'Allemagne- dans leur sillage.
- **L'entretien d'une spirale régionale éminemment dépressive** qu'alimente, dans un contexte de déprime du commerce mondial, la nécessité de chaque pays de faire mieux que ses partenaires pour espérer tirer profit de ses efforts compétitifs. La course compétitive est, dès lors, sans fin, chaque pays étant potentiellement rattrapé par un de ses voisins.

On le comprend, les racines déflationnistes de la zone euro sont profondes et largement entretenues par l'orientation de la politique économique privilégiée ces dernières années. Ajoutons à ce constat, la configuration démographique d'une Europe rapidement vieillissante et, on l'aura compris, le cas de la zone euro ressemble à s'y méprendre à celui du Japon.



Alors que la moitié des 18 pays de la zone euro affichent d'ores et déjà un taux d'inflation négatif ou quasiment nul, que les anticipations de prix des ménages s'écrasent et que les perspectives conjoncturelles sont à nouveau menacées, il y a incontestablement urgence à rompre avec les orientations actuelles, en faveur d'une politique de reconstruction d'envergure que seule la Commission européenne semble à même de pouvoir initier. Le Président de la BCE, Mario Draghi, a déjà appelé à une telle orientation lors de son discours au symposium de Jackson Hole en août (voir à ce sujet « [M. Draghi jette un pavé dans la mare](#) »), la balle est maintenant dans le camp des responsables de l'Union Européenne sans l'action desquels l'avenir de la zone euro sera forcément en danger.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com