

**La zone euro peut-elle éviter le
syndrome japonais de la déflation ?
Le ralentissement de la croissance
est-il inéluctable ?**

Dominique Plihon
Université Paris – Nord
Rencontres de Noyon
3 février 2015

Introduction

- **Constat :**
 - La zone euro est menacée par la déflation
 - Ralentissement inflation :
 - Zone euro : - 0.3% en décembre, - 0.6% en janvier
 - France : inflation « sous-jacente » : - 0.2% en novembre
 - La zone euro serait-elle prise dans une spirale déflationniste comparable à celle subie par le Japon entre 1990 et 2013 ?
 - Quelles politiques pour échapper à la déflation ?
 - Au-delà du risque de déflation : un ralentissement durable de la croissance ? Stagnation séculaire ?

Plan de la présentation

I/ Quelques définitions

II/ L'expérience du Japon (1990 -2014)

III/ Similitudes et différences entre le Japon et la zone euro

IV/ Leçons à tirer de la comparaison Japon – zone euro

V/Quelles politiques pour éviter le piège de la déflation dans la zone euro ?

VI/ Au-delà de la déflation : vers une « stagnation séculaire » ?

I/ Définitions

- **Récession** : ralentissement conjoncturel (cyclique) de l'activité
- **Déflation** : baisse cumulative des prix et des salaires qui entraîne une chute durable de l'activité, à la suite des anticipations de baisse future des prix qui agit sur la demande et les taux d'intérêt réels
 - La déflation est une situation exceptionnelle dont il est très difficile de sortir
 - Expérience Laval (1935)
 - Expérience japonaise depuis années 1990
 - Quid de la zone euro en 2015 ?

II/ L'expérience du Japon (1990 – 2015)

- A partir de 1990 : ralentissement brutal de la l'inflation
- Fin des **années 1990 : Japon**, première grande économie à entrer en **déflation** depuis la crise de 1929...
- Entre **1998 et 2012**: **baisse** moyenne des **prix** de **0,3% par an** avec nombreux **effets pervers** (attentisme consommateurs et investisseurs, ↗endettement...)
- Depuis fin 2013: **lutte** contre la **déflation** prioritaire pour le Premier ministre **Shinzo Abe**. Quels succès et difficultés ?

Développement de la déflation

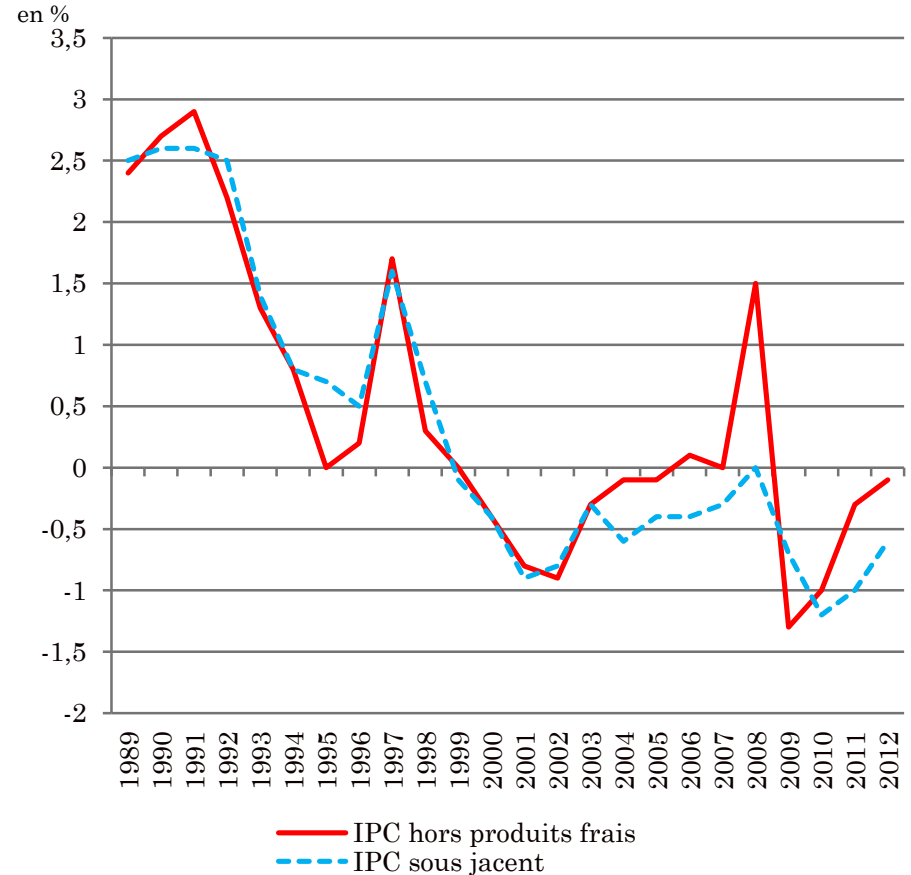
Origine:

- **Resserrement** brutal de la **politique monétaire** (mai 1989 - août 1990)
- **Eclatement bulle boursière 1990, et immobilière 1991-1992**
 - Destruction richesse entre 1991-1994: **800 000 Mrds ¥** (-5800 Mrds €-) (PIB X 1,6)
 - Répercussion sur **l'économie réelle**:
↘ croissance, ↗ chômage, → salaires

De la désinflation à la déflation

- **Désinflation** jusqu'en 1994, environ 0 en 1995
- Remontée des prix 1996 et surtout 1997 (**↗TVA**)
- **1999-2012**: la **déflation s'enracine**

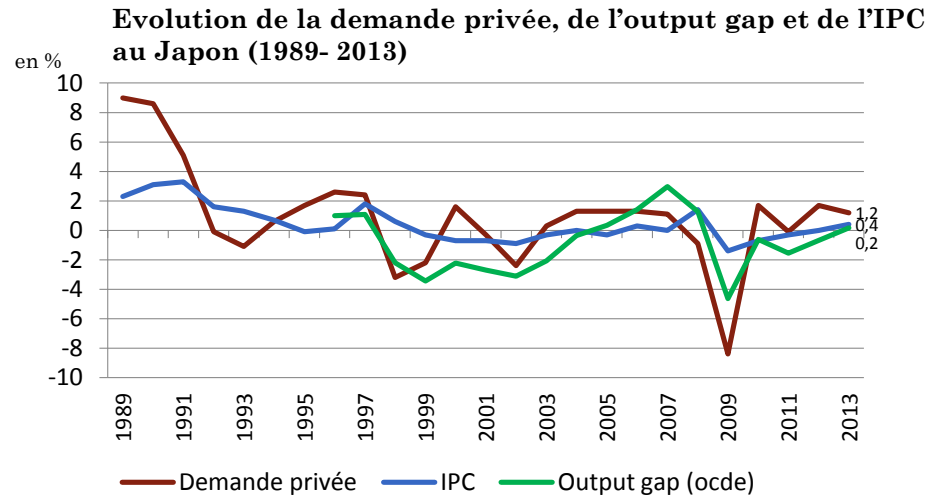
Evolution de deux indices des prix à la consommation au Japon (1989 - 2012)



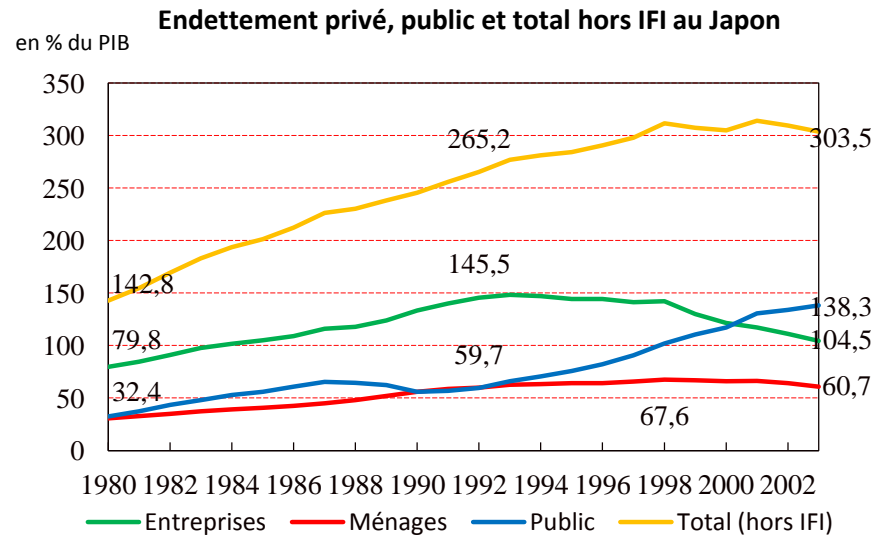
Source: MIC, Statistics Bureau Japan

Les causes multiples de la baisse des prix et de l'activité

- Surendettement des acteurs privés et publics
- Des politiques inadaptées et trop timides
- Faiblesse de la demande privée
- Taux d'intérêt réels trop élevés
- Investissement ralenti et offre fragilisée



Sources: MIC, Statistics bureau, ESRI SNA, OCDE



Sources: Cabinet office SNA (endettement public), Bank of Japan : Flow of funds.

De politiques anti déflation timides et mal coordonnées à une politique de choc

○ La période 1992-2012

- Activation **rapide politique budgétaire** (1992-2002 et 2008-2009)

○ *injections directes de dépenses publiques trop faibles et trop irrégulières*

- **Lenteur** mise en place **politique monétaire** plus offensive par la Banque du Japon

○ *Taux zéro et mesures non conventionnelles faible ampleur (QE, achats actifs risqués) et tardives*

- **13 ans** pour **résoudre la crise bancaire** (1991-2004) plans tardifs et graduels

○ Abe 2013-2014 : agir vite et fort

- Dès début 2013 : **politique monétaire ultra-expansive** (cible **2% inflation en 2 ans**)

○ **Doublement base monétaire en 2 ans environ (fin mars 2013 - fin mars 2015)**

138 à 270 000 Mrds yen

(achats titres souverains , achats actifs risqués)

○ **Taux directeur** : 0 à 0,1%

● **Canaux de transmission**

○ Baisse des **taux d'intérêts réels à long – terme** (→ investissements ↗, croissance ↗)

○ Rééquilibrage portefeuilles d'actifs → **bourse**

○ **Anticipations inflation** ↗ ↗

→ **Hausse IPC**

○ Effet « secondaire » : **baisse du yen**

III/ Similitudes et différences entre le Japon et la zone euro

A/ Les causes communes

- Dérèglementation financière excessive
- Excès de liquidités
- Durcissement des politiques budgétaires
- Eclatement des bulles immobilière & boursière couplé à une crise bancaire
- Surendettement des acteurs privés et public => déflation par la dette (I. Fisher, 1933)

II/ Similitudes et différences (2)

B/ Politiques économiques

- Faible réactivité initiale de la politique monétaire
 - Différence : la politique monétaire de la zone euro reste prisonnière des limites imposées par le traité de Maastricht
- Politiques trop timorées pour assainir les bilans bancaires et réformer les structures bancaires
- Différence majeure :
 - Zone euro : La politique budgétaire devient restrictive et pro-cyclique à partir de 2010 ; le Pacte budgétaire durcit les contraintes budgétaires
 - Japon : changement de cap de la politique économique à partir de fin 2013 (gouvernement Abe)

III/ Leçons des expériences comparées du Japon et de la zone euro

- Rôle crucial des politiques économiques pour les sorties de crise : avons-nous tiré les leçons de la crise de 1929 ?
- Rôle central et complémentaire des deux instruments : politique monétaire et politique budgétaire
- La sortie de l'engrenage déflationniste nécessite une « thérapie de choc »
- Erreurs à ne pas répéter : hausse de la fiscalité en phase de récession (en particulier TVA)

IV/ Quelles politiques pour éviter la déflation dans la zone euro ?

- La zone euro est dans une situation critique :
 - Taux de chômage historique (11.5%)
 - Stagnation de l'activité économique
 - Chute de l'investissement de 20% par rapport à 2007
 - Production potentielle a baissé de 800 milliards €
 - La baisse de l'inflation renforce la crise :
 - Hausse des taux d'intérêt réels => alourdissement dette
 - Les agents économiques diffèrent leurs dépenses

IV/ Quelles politiques pour éviter la déflation dans la zone euro (2) ?

- Briser le cercle vicieux de la déflation dans la zone euro implique :
 - De redonner à la politique budgétaire et fiscale son rôle contra-cyclique
 - D'utiliser les marges de manœuvre disponibles de la politique monétaire de la BCE
 - De mettre l'accent sur trois objectifs clés :
 - Réduire le poids de la dette privée et publique
 - Donner la priorité à l'investissement
 - Agir sur les anticipations et la psychologie des acteurs économiques => choc

1/ Réduction du poids de la dette

La question de la dette doit être traitée en priorité pour couper court au processus de déflation par la dette

- Conférence européenne sur les dettes souveraines pour restructurer l'ensemble des dettes
- Achat de la dette publique et privée par la BCE
- Mise en place de nouvelles formes d'endettement mutualisées : euro-bonds, project-bonds
- Hausse des prix ...

2/ La relance de l'investissement doit être la deuxième priorité

Deux objectifs :

- Moderniser l'appareil de production pour renforcer l'offre compétitive (Innovation – R&D)
- Assurer la transition énergétique
- Montant estimé de l'investissement nécessaire : 3% du PIB, soit 350 milliards €/an pendant 10 ans
- Politique publique axée sur la transition énergétique aurait un triple effet bénéfique :
 - Stimulation de l'activité
 - Impact politique et psychologique bénéfique
- Plan Juncker : insuffisant et inadapté

3/ Mobiliser tous les instruments de politique économique

- Le « *policy mix* » actuel de la zone euro est inadapté, car il est fondé sur
 - une politique monétaire accommodante de la BCE
 - des politiques budgétaires et fiscales nationales restrictives, en application des règles du « Pacte budgétaire »

A/ La politique monétaire

- Des avancées importantes de la BCE : objectifs et instruments élargis à la stabilité financière
- Adaptation de la BCE nécessaire dans 2 domaines :
 - Prêteur en dernier ressort sur le marché de la dette publique => baisse des taux dette publique
 - Adaptation des objectifs et instruments à la lutte contre la déflation :
 - objectif en niveau de prix
 - cible d'inflation élevée (4%)

B/ Politique budgétaire et fiscale

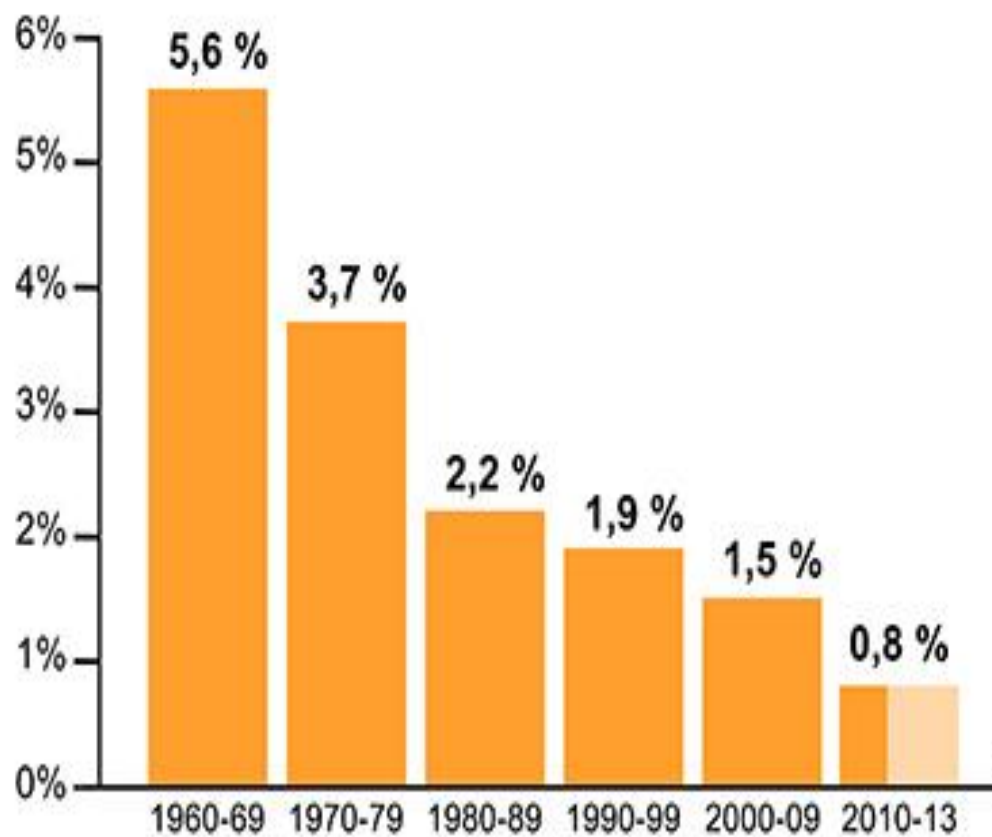
- Deux pistes stratégiques mais « utopiques » aujourd'hui :
 - Accroître la taille du budget européen en le finançant par des taxes européennes : TTF et éco-taxes => financement du programme d'investissement pour la transition énergétique => choc économique, psychologique et politique
 - Donner la priorité à l'objectif de stabilisation macro-économique (contra-cyclique) des politiques économiques, particulièrement dans les pays disposant d'excédents extérieurs

V/ Vers une « stagnation séculaire » ?

- Aujourd'hui, un certain nombre d'économistes états-uniens (Paul Krugman, Lawrence Summers, David Gordon) et français (Patrick Artus) émettent l'hypothèse que les pays avancés rentrent dans un nouveau régime de croissance ralentie
- Le régime de croissance rapide des « Trente Glorieuses » (1945 – 1975) est considéré comme une parenthèse historique exceptionnelle

La croissance en France depuis 1960

Source : Insee.



Les six freins à la croissance

- Ralentissement – vieillissement démographique
- Ralentissement de l'innovation et des gains de productivité
- Remise en cause des Etats-providence
- Des inégalités croissantes
- Baisse de la demande des ménages
- Contraintes écologiques croissantes

Il n'y a pas de consensus parmi les économistes

- Pour certains, la croissance va repartir :
 - Il y aura de nouvelles innovations
 - La transition énergétique => « New Deal vert », « Troisième révolution industrielle » de Jeremy Rifkin
- Pour d'autres, il est souhaitable que la croissance s'arrête :
 - Tim Jackson : « Prospérité sans croissance »
 - Jean Gadrey : les indicateurs de croissance actuels sont inadaptés car
 - ils sous-estiment la qualité des biens
 - ils sous-estiment les coûts sociaux et environnementaux
 - ils mesurent mal l'économie immatérielle et non-marchande