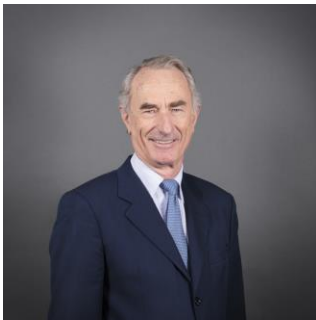




PLATINIUM

Flash Stratégie novembre 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

La grande peur : la déflation

Paris, le 6 novembre 2014

En dépit d'une certaine reprise de l'économie américaine et de la mise en place de plusieurs procédures de création de monnaie (QE, LTRO...), la crainte majeure des banques centrales et en particulier de la Banque Centrale Européenne, est le risque de déflation. Attitude inquiétante alors que les émissions de monnaie sans contrepartie, appelées aussi « planche à billets », ne sont pas associées aux risques de récession et encore moins aux risques de déflation.

La déflation n'est pas la désinflation

La déflation est caractérisée par une longue période de baisse des prix.

La désinflation fait suite à une période de forte inflation. Elle consiste à réduire le taux d'inflation pour le ramener à un niveau acceptable.

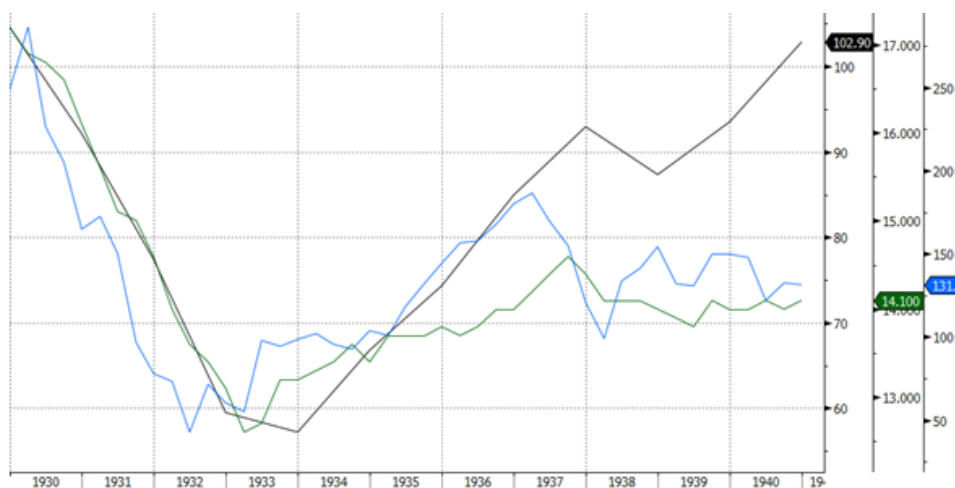
La première partie de ce Flash rappelle le déroulement de 3 événements historiques qui permettent d'illustrer les différences entre les deux mécanismes.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

Etats-Unis : PIB (en milliards de dollars, en noir), indice d'inflation (en vert) et Dow Jones (en bleu) entre 1930 et 1940



La déflation américaine des années 1930

La plus grande déflation des temps modernes a touché l'économie américaine des années 30, au moment où s'installait la grande dépression, l'une et l'autre faisant suite à la « bulle » financière des années 20. Pendant 6 ans, de 1927 à 1933, les prix américains mesurés par le CPI ont baissé de quelque 38 %.

Pendant la même période le PIB avait perdu 42 % de sa valeur dont 90% dû à la baisse des prix. Le Dow Jones avait perdu plus de la moitié de sa valeur sur la base de cours moyens entre 1927 et 1933 et près de 90% de sa valeur sur la base des cours extrêmes, entre 1929 et 1933.

Curieusement, les taux d'intérêt des emprunts Aaa sont restés stables pendant cette période de déflation, autour de 4,5%. Ils ont ainsi offert, à la fin de la période des taux de rendement réels (taux facial + déflation) de 10 à 15%. Il n'avait fallu que 7 ans pour retrouver le niveau de produit intérieur brut de 1927, mais 20 ans pour retrouver le niveau bénéficiaire record de 1925

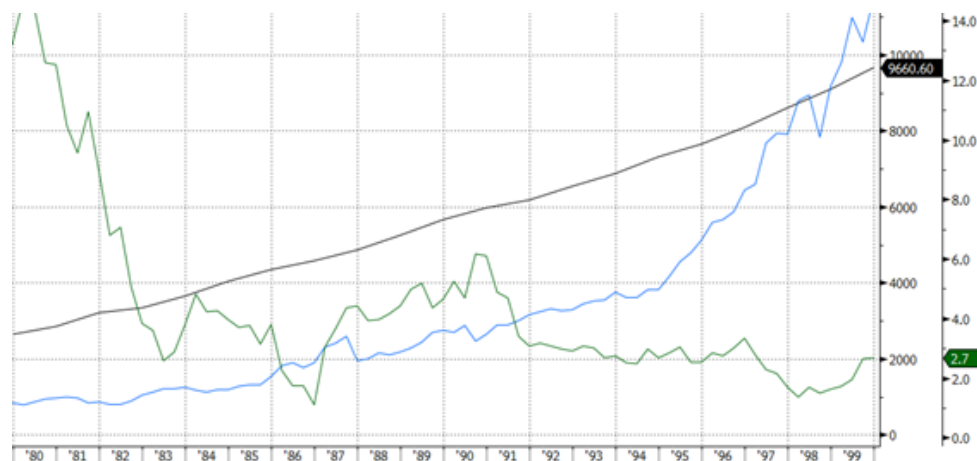
et 21 ans pour retrouver le niveau du Dow Jones de 1929.

La déflation des années 30 avait laissé des traces dans tous les domaines, dont l'emploi, l'effet le plus médiatisé. Mais les comptes des sociétés ont eux-mêmes été beaucoup plus profondément touchés que l'ensemble de l'économie, entraînant des réductions drastiques de coûts et de très nombreux licenciements. La déflation associée à la récession, voire à la dépression, a depuis une connotation très négative.

La désinflation des années 1980

Au début des années 80 la FED, la banque centrale américaine, a été chargée d'arrêter l'inflation galopante qui prévalait à l'époque dans le monde occidental, hormis l'Allemagne. Pour y parvenir elle a mis en place un programme basé sur la hausse des taux d'intérêt à court terme, les taux directeurs.

Etats-Unis : PIB (en milliards de dollars, en noir), inflation (en %, en vert) et Dow Jones (en bleu) entre 1980 et 2000



Cette politique a extraordinairement bien réussi, à telle enseigne que le cycle de 20 ans qui lui est associé est l'un des plus riches de l'histoire économique des Etats-Unis. Elle a été conduite par Paul Volcker puis Alan Greenspan de 1980 jusqu'à la récession de 2001 qui corrigeait les excès de la bulle technologique. Cette politique désinflationniste avait été fortement recommandée par le président de la Bundesbank à la fin des années 70 et mise en place après que la FED eut obtenu son indépendance vis-à-vis du Trésor américain.

La « solution » allemande qui avait très bien réussi au cours des années 70 avait alors séduit les Etats-Unis. Entre 1980 et 2000, l'inflation était passée de 13,5% à 3%, alors que dans le même temps le produit intérieur brut avait été multiplié par 10, pour atteindre quelque 10.000 milliards de dollars et le Dow-Jones avait été multiplié par 14, alors que les taux d'intérêt à long terme classés Aaa par Moody's avaient nettement baissé de 12% à 7,5%. La politique de désinflation, basée sur des taux d'intérêt réels positifs, qu'avait mené la FED était une réussite.

Elle avait d'ailleurs tellement bien réussi que dès 1984/1985 le dollar avait connu une bulle

spectaculaire, atteignant plus de 10 francs français, contre 4 francs en 1980.

La déflation japonaise

A son tour, la bulle sur le dollar a jeté les bases de la déflation japonaise des années 90.

Celle-ci s'est déclenchée à la suite des accords du Plaza du 22 septembre 1985, qui visaient à faire baisser la monnaie américaine alors jugée trop élevée. Entre 1985 et 1989, les gérants japonais qui savaient que le dollar allait perdre de sa valeur ont vendu massivement des actifs exprimés en dollars. Les banques ont alors accumulé des sommes considérables de yens qu'elles ont réinvestis sur les marchés japonais. La capitalisation du marché actions japonais par rapport au PIB est ainsi passée de 60% en 1985 à 150% en 1989.

Cette bulle du marché des actions a également été observée sur le marché immobilier dont le prix des terrains a été multiplié par 3 en quatre ans, de 1985 à 1989.

Japon : Dette publique (rapportée au PIB, en noir, PIB (en bleu), inflation (en vert) et masse salariale totale dans le privé (en rouge)



En 1990/91, pour stopper la bulle financière, la Banque du Japon (BOJ) a fait preuve de maladresse: elle a notamment relevé brutalement ses taux de base de 2,5% à 6% en 6 mois. Cette remontée trop rapide des taux a précipité la vente des actifs accumulés lors de la bulle. Ainsi, entre 1990 et 1994, les actions ont perdu quelque 500 trillions de yen, soit l'équivalent du PIB du pays, et l'immobilier 300 trillions de yen, soit 60% du PIB.

Par la suite la déflation s'est installée jusqu'en l'an 2000, soutenue par une série de comportements inappropriés des parties concernées.

Première cause de déflation, le système bancaire, chargé de créances irrécouvrables, a réduit les crédits aux entreprises et aux particuliers.

Deuxième cause de déflation, les entreprises elles-mêmes bénéficiant de moins de crédits ont préféré se désendetter plutôt que de réaliser des investissements. Ceux-ci ont été réduits de 22% du PIB en 1990 à 15% en 2001, accentuant le ralentissement économique général du Japon.

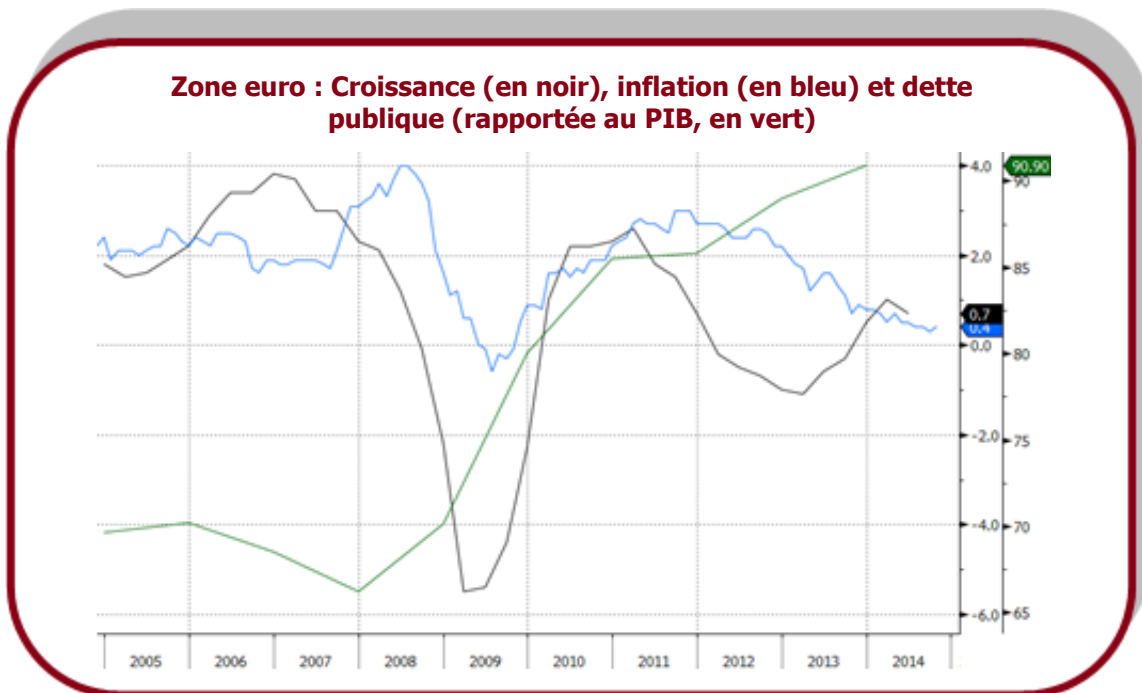
Troisième cause de déflation, plus surprenante, les salaires ont été « gelés », à partir du milieu des années 1990, pesants à leur tour sur la consommation et la croissance.

Comme en 1930 aux Etats-Unis, la déflation japonaise a suivi une bulle financière, touchant le dollar.

On peut dire que les Etats-Unis se sont débarrassés de leur problème sur le Japon et qu'à ce titre la déflation japonaise est une déflation importée. Mais les opérateurs japonais eux-mêmes ont amplifié le mouvement par leur propre spéculation et commis de nombreuses erreurs en voulant rétablir brusquement les équilibres économiques.

La situation considérablement dégradée du Japon aujourd'hui, montre qu'il est préférable d'éviter la déflation plutôt que de tenter de la supprimer une fois qu'elle est engagée.

Vu le nombre d'erreurs commises par les japonais pendant la longue période déflationniste des années 1990 aux années 2000, on comprend le souci des Banques Centrales, dont la BCE, d'éviter aujourd'hui la déflation. Les facteurs déflationnistes sont en effet très difficiles à maîtriser, d'autant que ces organismes ont été mis en place pour maîtriser l'inflation, dont les bases sont aujourd'hui beaucoup mieux connues que celles de la déflation.



Les mécanismes de la déflation.

Il y a peu de périodes de déflation dans l'histoire de l'économie moderne. Et pour cause.

La déflation se définit comme une période de plusieurs années de baisse des prix. Une longue période de baisse des prix donne raison au consommateur qui diffère ses achats importants, et l'encourage à continuer à les reporter. Si la situation dure trop longtemps les ventes se raréfient et les prix s'effondrent pour permettre d'écouler les stocks, entretenant le mouvement de baisse des prix.

Cette situation extrême s'est présentée, comme nous l'avons vu, aux Etats-Unis en 1932 et 1933, dernières années de la grande dépression au cours desquelles les prix se sont effondrés. Elle est différente de la situation actuelle de la zone euro qui connaît une très faible croissance et une inflation proche de 0, mais positive. A cet égard la zone euro n'est pas encore en déflation.

Toutefois, si ce schéma se prolonge, la baisse des prix pourrait se mettre en place et la récession pourrait se creuser. La zone euro serait alors en récession.

Pour éviter cette situation, il faut s'attaquer aux causes de la déflation.

Les exemples du passé, bien que peu nombreux, nous donnent des indications sur les causes du phénomène et les erreurs à ne pas commettre.

Le risque actuel de déflation en Europe fait suite à la crise financière qui a frappé une zone économique déjà en situation de pré-récession. La solution apportée a consisté à mutualiser les effets de la crise, au lieu de la circonscrire aux seuls coupables: certaines banques.

Il faut bien reconnaître que cette solution était difficile à adopter en raison du statut de « banque universelle » que les banques avaient obtenu quelques années auparavant.

La mutualisation des risques s'est traduite par une implication des Etats qui se sont globalement endettés pour prendre en charge les pertes financières des banques.

Au-delà de la situation des banques, dont la dégradation aurait pu entraîner une crise de liquidité, l'impact de la crise sur la réglementation de la zone euro a fait ressortir l'incapacité de certains pays de se conformer aux normes de la zone. Là encore ce sont les Etats les plus riches qui ont pris en charge le refinancement des pays les plus touchés par la crise, essentiellement en s'endettant.

Or la dette est l'environnement idéal pour que la déflation se développe.

Le service de la dette aspire en effet les ressources dont les économies européennes auraient besoin pour retrouver leurs taux de croissance précédant la crise.

Mais il y a pire en la matière. Les renflouements accordés à plusieurs pays (*bailout*) se sont en effet assortis de mesures d'accompagnement visant à améliorer l'équilibre de leurs finances publiques, sous la surveillance d'une troïka financière (FMI, BCE, Communauté Européenne).

Cette opération était nécessaire mais elle s'est avérée très récessive et déflationniste. A cet égard, le choix très difficile entre équilibre des finances publiques et croissance reste d'actualité, les deux camps continuant d'avancer leurs arguments.

La solution peut venir de l'analyse de la situation du Japon.

La situation japonaise est le meilleur exemple des effets négatifs du surendettement sur la croissance et sur les prix.

La dette affecte le Japon depuis de nombreuses années, d'autant que, comme on l'a vu, elle s'est accompagnée de nombreuses erreurs de gestion de la part des pouvoirs publics.

La situation de la zone euro est comparable : croissance amoindrie dans un environnement de cycle baissier à long terme aggravé par la baisse de la démographie.

Reste à éviter les erreurs.

Une première erreur réside dans l'endettement utilisé comme solution de facilité.

Cette erreur est déjà commise par la zone Euro. Elle n'a pas atteint les niveaux du Japon mais approche ou dépasse 100% dans la plupart des pays de la zone. Ces pays doivent déjà éviter d'étendre leur endettement, même si cette limitation est elle-même source de ralentissement de la croissance de l'activité.

Seconde erreur, la hausse des taux directeurs.

Celle-ci devrait être évitable, la BCE ayant déjà adopté le régime des taux 0. Les taux zéro ne sont pas souhaitables mais la question pouvait se poser au moment de la crise des « *subprimes* ».

Aujourd'hui la question ne se pose plus. Au contraire, les « *taux zéro* » peuvent éviter le dégonflement de la valeur des actifs financiers et immobiliers que le Japon avait connu après la forte hausse des taux directeurs de 350 points de base en 6 mois. La valeur des actifs, clairement surévalués, reste d'actualité en Europe mais il vaut mieux que leur repli ne soit pas précipité.

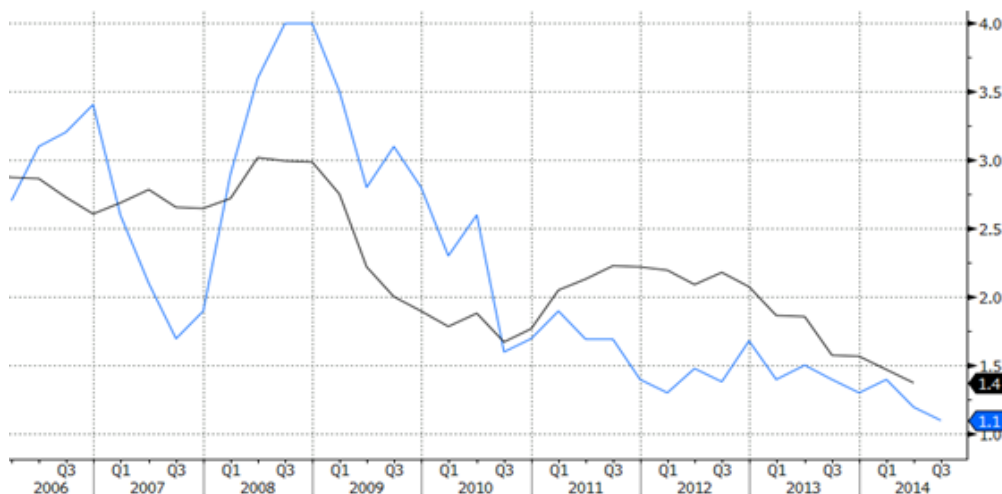
Troisième erreur japonaise : la réduction des crédits accordés par les banques en raison de bilans surchargés de créance irrécouvrables.

A cet égard, Les résultats des « *stress tests* » devaient rassurer. Ce n'est pas le cas. Le total des bilans des banques européennes, très largement supérieur au PIB de la zone Euro, est incompressible à court terme et les engagements hors bilan, non pris en compte par les stress tests, atteignent des montants peu rassurants.

Ce qui est sûr, c'est que les banques ne se prêtent plus entre elles, mettant la BCE en première ligne comme garantie ultime des déposants.



**Variation annuelle du salaire horaire en France (en noir)
et en Italie (en bleu)**



**Quatrième erreur, évitable (espérons-le) :
la réaction des entreprises.**

Autre effet récessif observé au Japon des années 1990, le comportement frileux des entreprises cherchant à se désendetter plutôt qu'à investir. Aujourd'hui en zone euro ce facteur est à peu près sans influence. L'endettement des entreprises est maîtrisé. Leurs investissements dans la zone euro restent faibles mais pour diverses raisons autres que l'endettement, notamment le manque de confiance et la faiblesse de la demande.

En tout cas, la reprise de l'investissement serait la bienvenue pour éviter la poursuite de la récession et l'entrée en déflation. Mais il implique, outre de nouveaux débouchés, un retour de la confiance dans les autorités européennes et dans certains gouvernements, difficile à obtenir.

**Cinquième erreur de la gestion japonaise
de la déflation : le gel des salaires.**

Sur ce point, la zone euro peut se démarquer de l'exemple japonais.

Toutefois, dans ce domaine, il faut porter attention à deux critères concernant la gestion des salaires.

Le premier a trait aux salaires privés à travers la gestion des coûts de production. Ces coûts visent essentiellement les salaires en tant que coûts comparatifs, suite aux délocalisations. Ce type de gestion peut s'apparenter à un gel des salaires, d'autant plus dangereux, en matière de déflation, qu'il n'est pas perçu comme tel. Une nette modération salariale est déjà à l'œuvre dans la plupart des pays européens.

Le second vise les réformes de structure qui sont souvent évoquées comme condition à toute opération de relance en Europe. Ces réformes concernent les salaires publics. Elles ont déjà été mises en place dans les pays périphériques (Grèce, Portugal, Espagne), avec des baisses des salaires des fonctionnaires et des indemnités des retraités. Elles posent problème en Italie, troisième pays de la zone Euro, où elles sont violemment refusées lors de manifestations dans la rue. En France, elles semblent politiquement impensables, à l'heure actuelle. Elles ne doivent pas pour autant être oubliées.



Dernière erreur le « Quantitative Easing ».

A priori, la politique monétaire non conventionnelle, ou QE, qui consiste à racheter des titres aux banques dont des émissions d'Etat, n'est pas considérée comme une erreur par les marchés qui sont soutenus par cette forme de planche à billets. Pourtant, aucune des opérations de QE réalisées par le Japon n'a permis de redresser la situation de ce pays et d'éviter la déflation, notamment celles de la période 2001-2006.

Si les QE des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne semblent avoir économiquement réussi, cette réussite est en fait due au retournement naturel du cycle et aux déficits budgétaires, suite à la récession record de 2008/2009.

Il y a peu de chances qu'un QE réussisse en Europe, alors que le système bancaire européen qui a bénéficié d'importantes liquidités de la BCE n'a pas réussi à les convertir en crédits.

Conclusion : si la déflation devait s'installer en Europe, ce serait plutôt une déflation à la japonaise qu'un remake de la dépression des années 30 aux Etats-Unis.

La grande dépression des années 30 aux Etats-Unis était due essentiellement à la correction des effets de la spéculation effrénée qui l'avait précédée, basée sur des perspectives de croissance « séculaire » trop évidentes pour les marchés.

A l'opposé, la déflation/récession européenne est, comme la déflation japonaise, en situation de fin de cycle long, de type Kondratieff. Elle se caractérise par la faiblesse de la démographie et l'essoufflement d'un modèle économique dont la compétitivité est devenue très insuffisante.

Comme au Japon, la situation devrait durer des lustres, car plusieurs erreurs commises par le Japon l'ont déjà été en Europe, comme nous l'avons vu.

Seul le Quantitative Easing (QE) qui s'avère incapable de générer des hausses de prix des produits et des services et ne sert qu'à faire monter les prix des actifs et à alimenter les spéculations de toutes sortes n'a pas été utilisé par l'Europe, contrairement au Japon. C'est un avantage, mais il n'est pas suffisant.

Seules les réformes de structure pourraient permettre de redresser la situation. Elles paraissent presque impossibles à mettre en place rapidement dans la deuxième et la troisième économie de la Zone Euro, France et Italie, comme l'avait fait l'Allemagne en 2007.

A défaut de ces réformes tous les problèmes seront temporairement réglés par de nouvelles dettes.

Cette solution est catastrophique. La dette doit, au contraire, être contrôlée en priorité comme ont entrepris de le faire les Etats-Unis en stabilisant le levier des engagements bancaires de toute sorte et en réduisant le déficit budgétaire.

Dans ce domaine, les autorités européennes ne peuvent reculer.

Réformes de structures et désendettement paraissent incontournables en Europe. Il ne faut pas s'y tromper, les deux actions sont elles-mêmes déflationnistes et récessives et elles généreront de nouveaux conflits au plan européen.

Mais au moins elles préparent l'avenir.

Que retenir ?

- ▶ La déflation de l'Europe n'est pas la dépression américaine des années 30, elle est pire car associée à une fin de cycle long de type Kondratieff.
- ▶ Il faut analyser la déflation japonaise et s'en démarquer à tout prix dans la mesure du possible.
- ▶ Néanmoins une période de déflation paraît inévitable à court terme.

Jean Borjeix
Associé Gérant



Aurélien Blandin
Gérant



Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Ce document n'est pas un document promotionnel. Il ne constitue ni une offre ni une recommandation personnalisée ou une sollicitation en vue de la souscription ou du rachat de parts d'un OPC. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.