

## Signes de déflation

*Les nuages s'accumulant sur l'économie mondiale, il n'est que temps de réorienter la politique économique française dans une direction enfin raisonnable.*

L'optimisme continue à régner en France, à la veille des vacances d'été, parce que le rythme de croissance, atrophié depuis le bref sursaut de 1995, est un peu reparti à la hausse et dans la mesure où cette embellie relative a permis de réduire de quelques milliers le nombre officiel des chômeurs. Cette fois, c'est promis, la croissance va revenir et s'établir durablement. C'est du moins le message dont nous abreuve quotidiennement depuis plusieurs mois la propagande gouvernementale qui se saisit du moindre indice partiel d'amélioration pour le transformer en signal massif d'expansion générale. Le moral des chefs d'entreprises est, nous dit-on, au beau fixe tandis que les économistes officiels et privés rivalisent d'optimisme depuis 1997.

Malheureusement les facteurs de déflation déjà présents au début de l'année (voir mon article dans ces pages "Danger, désinflation !" le 29 janvier dernier) continuent imperturbablement à faire leur œuvre, au niveau national comme au niveau mondial. Sur une base 100 à la fin de 1996, l'indice mondial du prix des matières premières publié par l'hebdomadaire *The Economist* est tombé à 90 en mai, tandis que sa composante "matières premières non alimentaires" est désormais au voisinage de 70. Le prix du pétrole ne cesse de baisser malgré les efforts désespérés des principaux pays producteurs pour ressusciter un cartel qui soit plus efficace que l'OPEP. Mais sans succès.

## Contexte dégradé

Plusieurs influences jouent en effet dans le même sens et tendent à se renforcer les unes les autres. La crise asiatique en premier lieu. Le Japon est passé de la croissance zéro à la récession ouverte, plus grave probablement que celle intervenue lors de la crise pétrolière des années 70, et la déflation y succède désormais à la désinflation. Le gouvernement ne semble pas en mesure de rétablir l'expansion tandis que le système financier reste extrêmement vulnérable. La déflation accroît le problème de l'endettement et évoque dangereusement la situation des économies occidentales dans les années trente. Les autres économies de la région continuent à s'enfoncer dans le marasme, avec des contractions de production qui atteignent et dépassent les 10 et 15 pour cent en l'espace d'une année dans certains cas, et l'on n'aperçoit pas de redressement prochain de cette situation.

La crainte d'une propagation de ces difficultés vers la Chine reste très présente tandis que le gouvernement essaie d'éviter la dévaluation du Yuan, qui risque cependant de s'avérer indispensable.

L'effet sur l'économie américaine, et même sur l'économie française, commence seulement à se faire sentir, conformément à ce qu'avaient annoncé les experts internationaux depuis plusieurs mois, bien que le poids mondial de ces économies, Japon excepté, soit assez faible. Dans le même temps la Russie vacille, la production n'arrivant pas à décoller tandis que la Bourse s'effondre.

## **Erreur d'appréciation**

Le FMI qui s'était montré exagérément optimiste en prévoyant, en avril dernier, la fin de la crise en Asie, reconnaît aujourd'hui son erreur d'appréciation. La Banque mondiale diagnostique de son côté une "profonde dépression qui durera au moins jusqu'à la mi-99". Et le Fonds Monétaire comme les gouvernements nationaux apparaissent désarmés face au phénomène. C'est notamment parce que la politique monétaire qui est efficace dans un environnement de hausse des prix, une baisse des taux d'intérêt permettant de relancer l'activité, devient inopérante lorsque les prix baissent: même ramenés à zéro les taux d'intérêt nominaux se traduisent en taux réels positifs du fait de la déflation. Il y a alors une "trappe à liquidité" dans laquelle s'engouffre la création monétaire qui n'entraîne plus l'économie réelle.

Aux Etats-Unis, les observateurs s'attendent à un retournement qui pourrait être assez marqué d'ici la fin de l'année. D'une part sous l'effet de la crise asiatique qui affaiblit les exportations américaines, et d'autre part parce que le boom de la consommation intérieure semble approcher de son terme après de longues années d'expansion exceptionnelle. La croissance de l'économie américaine pourrait retomber d'un rythme annuel de plus de 3,5 pour cent à environ 1,5 pour cent en l'espace d'un semestre, les profits des entreprises connaissant une évolution parallèle, ce qui provoquerait la correction boursière que certains anticipent depuis plusieurs mois. Non sans conséquences sur l'économie réelle.

En France, le triomphalisme des dernières semaines cède enfin la place à une appréciation plus sobre des réalités. C'est que les chiffres de la croissance du premier trimestre ont été inférieurs aux prévisions. En fait, la meilleure performance a été obtenue au deuxième trimestre de 1997 et le rythme ne cesse de se ralentir depuis, passant de 1,1 à cette date à 0,9 au troisième trimestre, 0,8 au quatrième, pour tomber à 0,6 au premier trimestre 1998. Du coup, la prévision officielle euphorique de 3 pour cent de croissance pour l'année en cours, dont nous dénoncions le caractère fantaisiste à la fin de l'année dernière, est remise en cause par les économistes privés qui annoncent plutôt 2,8 pour cent, certains se limitant à 2,5 ou 2,4. Il n'est pas impossible que nous devions nous contenter de 2,1 ou 2,2.

Dans les enquêtes de l'INSEE les industriels continuent à s'affirmer optimistes mais l'activité réelle se ralentit. Certes la crise asiatique joue son rôle, mais l'explication ne peut suffire.

## **A contre-sens**

Rappelons que la politique française reste orientée à contre-sens. Le change est surévalué, et les taux d'intérêt d'intervention de la Banque centrale demeurent trop élevés en termes réels en raison de l'absence d'inflation. Ils sont élevés d'après toutes les normes historiques. Dans le même temps les impôts s'alourdissent ainsi que les dépenses publiques tandis que la réduction des déficits, en conformité avec les critères de l'Euro, exerce un effet déflationniste sur l'économie. Dans ce contexte de politiques récessionnistes, le gouvernement impose l'augmentation du coût du travail par le biais des 35 heures et donne un coup de pouce modeste, mais mal venu, au SMIC, ce dont pâtiront encore les plus jeunes et les moins qualifiés. Il est difficile d'imaginer une politique macro-économique plus contraire aux besoins de l'économie et des Français.

Dans ces conditions l'optimisme de commande du semestre écoulé concernant la reprise alléguée de l'investissement paraît déjà dépassé. Ce que nous constatons c'est l'impossibilité qu'éprouvent les entreprises à sortir du marasme engendré par l'entrée dans l'Euro que l'on peut dater de la fixation "définitive" des parités de change avec le mark en 1991, comme le montre le graphique joint, dont les prévisions pour 1998 semblent aujourd'hui bien excessives.

Face à la montée des périls, les prochains mois seront donc décisifs. Le début officiel de la gestion de la Banque centrale européenne laisse craindre un relèvement des taux d'intérêt d'intervention en Europe, pour favoriser un Euro aussi cher que le mark, dont il est censé prendre la succession. A un moment où la croissance économique se ralentit partout dans le monde, où la crise asiatique risque de s'approfondir et de se propager à la Chine et à la Russie, et où les marchés financiers doivent un jour ou l'autre tirer les conséquences de leurs excès récents.

Rappelons aux gouvernements européens, et au gouvernement français en particulier, que la politique monétaire et budgétaire conserve son pouvoir pour stimuler l'économie, ou au moins ne pas lui nuire, tant que la variation des prix est positive et que la croissance poursuit sur son erre. Mais lorsque la récession et la déflation sont dans la place le redressement est infiniment plus difficile. Les effets de la politique macro-économique sont ainsi asymétriques. Il vaut donc mieux éviter le risque de retournement à la baisse pendant qu'il est encore temps.

JJR