

## ■ Déflation financière : les leçons de l'histoire

Chute des prix de certains actifs, inflation quasi-nulle voire négative pour certains biens, taux d'intérêt réels record, récession : faut-il voir dans ces indices le signe de l'enclenchement d'une déflation pareille à celle que l'économie mondiale a connue dans les années trente et à la fin du siècle dernier ? L'examen des précédents historiques conduit à souligner les différences entre la phase récessive actuelle et les déflations classiques. Il montre que le changement de régime monétaire intervenu avec la fin de l'étalon-or a profondément modifié la formation des prix et des taux d'intérêt. Mais il indique aussi que maintenir des taux d'intérêt réels durablement supérieurs au taux de croissance incite les entreprises à privilégier la consolidation financière, au détriment de l'investissement.

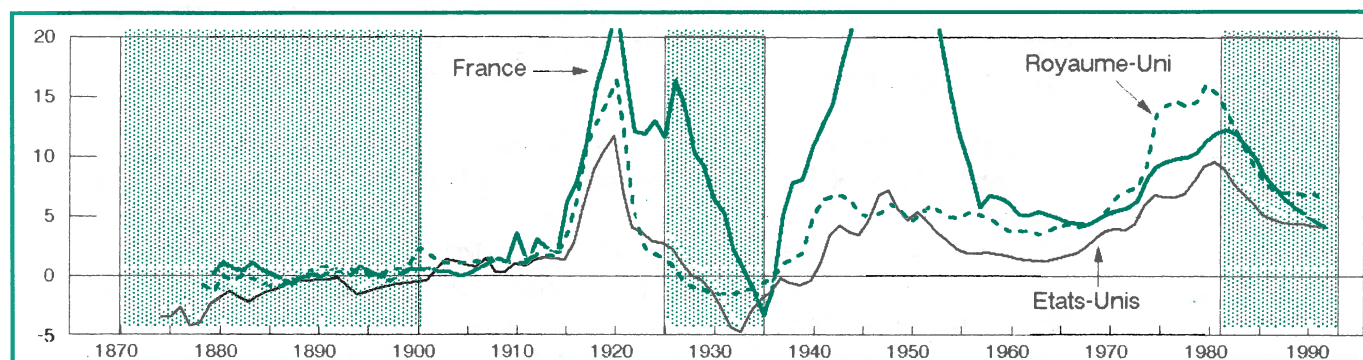
1

### La phase économique actuelle n'est pas une déflation classique

Les observations de longue période permettent de comparer utilement les enchaînements déflationnistes actuels avec deux périodes de difficultés économiques et financières prolongées : la longue déflation de 1870-1875 à 1900-1905 et celle des années 1930. La première de ces époques est particulièrement intéressante. La tendance des prix à la consommation a été constamment orientée à la baisse pendant plus de 20 ans (23 ans au Royaume-Uni de 1873 à 1896, 35 ans aux Etats-Unis de 1865 au moins à 1906, et 30 ans en France, de 1875 à 1906), avec seulement quelques années de hausse de prix (graphique 1). La seconde période est mieux connue : la décélération des prix à partir de 1925 a été suivie d'une déflation plus brève (cinq à dix ans), mais très profonde.

Actuellement de nombreux prix industriels baissent ; les marchés internationaux de matières premières subissent des forces déflationnistes ; certains marchés d'actifs, comme l'immobilier, sont aussi marqués par des chutes de prix. Il existe donc des tensions déflationnistes. Mais l'ensemble des prix à la consommation continue d'augmenter. La déflation n'est pas généralisée, mais reste localisée sur certains marchés.

GRAPHIQUE 1 - Prix à la consommation aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France\*



\*Taux de croissance lissé en moyenne géométrique de raison 0,8 sur 10 ans.

Sources : Etats-Unis : Bureau of the Census, *Historical Statistics of the US*.

Royaume-Uni : M. Friedman, A.J. Schwartz, *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom*.

France : A. Maddison, *Dynamic Forces in Capitalist Development*.

Actualisations : FMI-International Financial Statistics.

Le changement de régime monétaire explique largement la différence entre la situation actuelle et les grandes déflations précédentes. Dans le système de l'étalon-or, le rythme d'expansion des liquidités était limité par celui de la monétisation du métal. Lorsque les banques centrales atteignaient le ratio minimum de leurs encaisses-or à leurs exigibilités (imposé par la loi ou par leurs règles de comportement), la liquidité se contractait. Or l'expansion internationale du commerce et de la finance demandait une augmentation régulière des liquidités, souvent supérieure à l'accroissement du stock d'or monétaire ; d'où une baisse tendancielle des prix, favorisée par ailleurs par la hausse de la productivité industrielle.

Aujourd'hui, la situation est bien différente. Le système monétaire international contemporain, caractérisé par des changes flottants et des étalons nationaux de monnaie fiduciaire, permet d'adapter l'offre de liquidités de façon à combattre toute déflation. L'Angleterre l'a montré en 1931 : en abandonnant l'étalon-or, elle a pu accroître les liquidités et atténuer ainsi considérablement la dépression, qui frappait de plein fouet les autres pays. Actuellement, les banques centrales sont aussi en mesure de faire obstacle aux enchaînements déflationnistes et d'empêcher que les baisses observées sur certains marchés ne se transforment en déflation généralisée.

La chronique des taux obligataires depuis 1870 fait apparaître de vastes mouvements de longue période (graphique 2). Ils sont remarquablement en phase dans les pays anglo-saxons. Les divergences de la France par rapport à ces tendances sont localisées aux époques de perturbations monétaires qui ont suivi les deux guerres mondiales. Les grandes périodes de hausse puis de baisse des taux nominaux correspondent à des longues phases d'accumulation soutenue du capital, suivies de phases à investissement difficile et risqué. Leur alternance témoigne de la transition entre des régimes de croissance différents. On distingue clairement deux grandes périodes de hausse : entre 1898 et 1920, puis entre 1946 et 1981. Elles sont encadrées de phases de type déflationniste (zones ombrées sur les graphiques 1 et 2), comme la période actuelle. Les grandes baisses tendancielles de taux d'intérêt nominaux à long terme se situent dans ces périodes historiques particulières -1873-1897, 1920-1946, et de 1981 à maintenant-, où s'effectuent les consolidations financières et les restructurations industrielles. Elles semblent coïncider aussi avec les phases descendantes des cycles de Kondratiev.

La comparaison des taux d'intérêt, réels et nominaux, fait apparaître un phénomène important (graphique 2) : jusqu'en 1945, les taux nominaux apparaissent nettement plus stables que les taux réels. Ces observations semblent invalider la thèse de I. Fischer, selon laquelle le taux nominal se formerait en ajoutant à un taux d'intérêt réel stable une anticipation d'inflation. L'explication de ce paradoxe est certainement la stabilité des anticipations de prix à cette époque : malgré les mouvements de prix qu'ils observent, les agents continuent à anticiper des prix stables à moyen terme.

Après 1945 au contraire, les taux nominaux deviennent très instables par rapport aux taux réels. L'inflation qui s'amorce au milieu des années 1960, les hisse à des niveaux jamais atteints antérieurement. Dans les années 1980, la désinflation s'accompagne, dans un premier temps, d'une décline des taux nominaux. Dans un deuxième temps seulement, à partir du milieu de la décennie 1980, désinflation et stabilité des taux nominaux font monter les taux d'intérêt réels ex-ante (1).

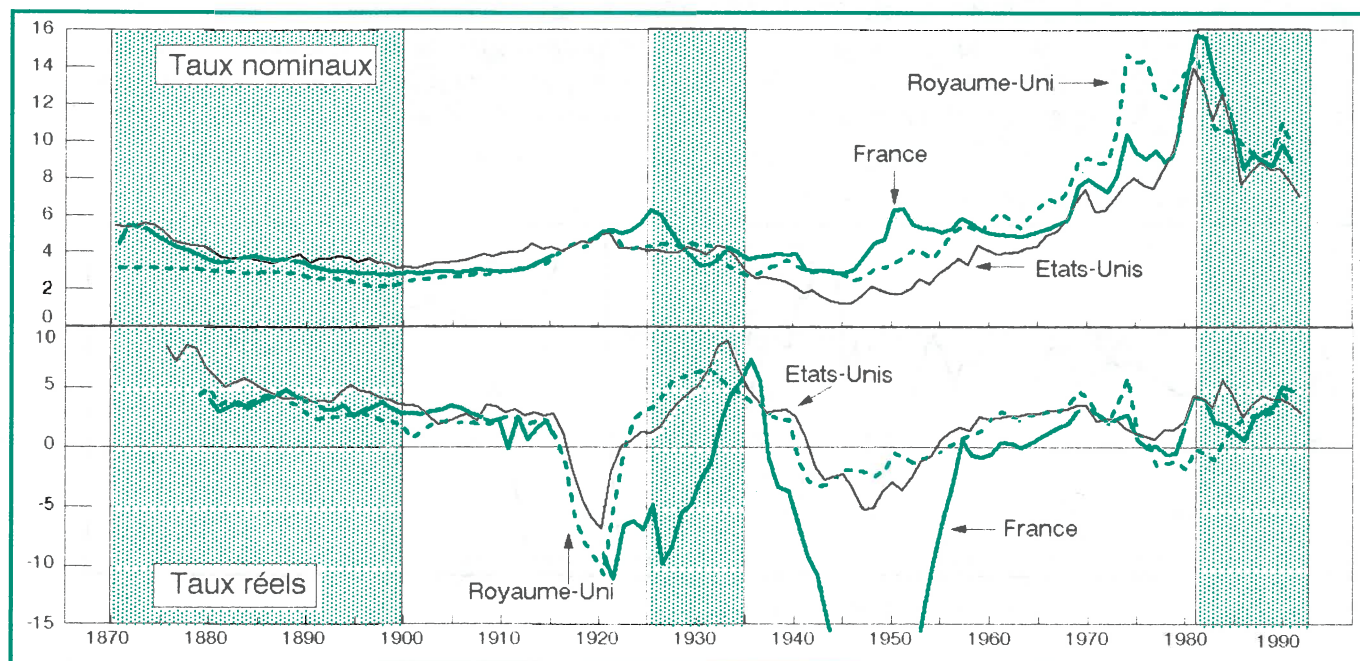
Le mouvement des taux nominaux dépend essentiellement des règles monétaires en vigueur. **Le système de l'étalon-or était particulièrement propice à la stabilité des taux d'intérêt nominaux.** La grande régularité et la faible amplitude des mouvements du taux d'intérêt à long terme entre 1873 et 1913 en attestent. De plus, la forte intégration financière de l'époque explique la convergence des évolutions dans les trois pays. Insensibles aux fluctuations des taux courts et aux variations des prix, les taux longs exprimaient la confiance inébranlable des épargnants dans la validité des grandeurs nominales. Cette confiance reposait sur la conviction que la monnaie n'était pas une convention arbitraire, pouvant être manipulée au gré des gouvernements.

---

(1) Le taux d'intérêt réel ex-ante se définit comme l'écart entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation anticipée. Le taux d'intérêt réel ex-post est l'écart entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation observée. Seul le second est directement observable.



GRAPHIQUE 2 - Taux d'intérêt nominal et réel\* sur les obligations d'Etat à long terme, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France



\*Taux réel ex-ante = taux nominal déflaté par les prix lissés sur les 10 années antérieures (moyenne géométrique de raison 0,8).

Sources : Etats-Unis : Bureau of the Census, *Long Term Economic Growth, 1860-1965*.

Royaume-Uni : M. Friedman, A.J. Schwartz, *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom*.

France : Portzamparc et Froment, *L'intérêt réel du capital entre les deux guerres et antérieurement*, étude spéciale n°1, INSEE, 1942 et annuaire INSEE, 1967.

Actualisations : FMI-International Financial Statistics.

Enracinée dans une culture monétaire héritée d'une longue tradition, cette stabilité du taux nominal à long terme a résisté aux perturbations de l'entre-deux-guerres jusqu'aux changements des règles monétaires (dans les pays anglo-saxons en 1931-1933 et en France en 1936). Les perturbations observées en France entre 1920 et 1925 confirment a contrario la relation essentielle entre la stabilité des vues sur l'avenir et la solidité des règles monétaires : le flottement du franc et la vive inflation aux lendemains de la première guerre mondiale ont fait monter le taux d'intérêt à long terme ; la stabilisation de 1926 et le rétablissement de l'étalon-or l'ont ramené rapidement à son niveau de longue période.

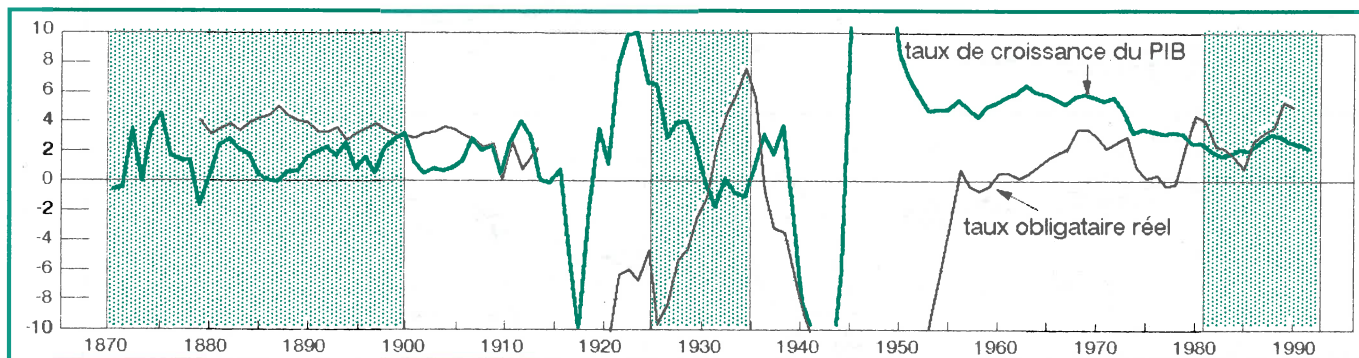
La faible variabilité du taux d'intérêt favorisait la continuité du flux d'épargne. Dans la longue phase de baisse des prix à la fin du XIXème siècle, le taux d'intérêt légèrement décroissant garantissait les épargnants contre les pertes en capital. Lorsque les marchés financiers étaient suffisamment larges et profonds, les placements obligataires étaient parfaitement liquides. Ceci assurait la disponibilité des fonds prêtables. En outre, le marché financier le plus large et le mieux organisé de l'époque, le marché des titres en livres sterling, avait systématiquement le taux d'intérêt le plus bas. C'était le taux d'intérêt directeur prévalant dans l'ensemble du monde. L'écart entre les taux sur le franc et le dollar d'un côté, la livre sterling de l'autre, représentait des primes de liquidité.

**Après la seconde guerre mondiale, la mutation des règles monétaires a profondément modifié la formation des taux d'intérêt à long terme.** Rompant définitivement avec la convertibilité interne en or et instaurant une protection vis-à-vis des flux internationaux de capitaux, les Etats-nations ont pu mener des politiques monétaires plus autonomes, tournées vers la satisfaction d'objectifs économiques. Les taux nominaux sont devenus plus instables que les taux réels. Bien que le mouvement général de l'accumulation du capital et les contraintes de balances des paiements aient limité l'autonomie des politiques monétaires, l'écart des taux d'intérêt entre les pays a pu s'élargir considérablement, tant que la liberté internationale des capitaux a été limitée, soit jusqu'à la fin des années 1970.

La période actuelle témoigne d'une transition difficile. Dans les systèmes financiers administrés et cloisonnés de l'après-guerre, où les taux d'intérêt étaient réglementés, les tensions entre l'épargne

et l'investissement à l'échelle nationale se résorbaient systématiquement dans la création monétaire et l'inflation. Actuellement, dans un système financier libéralisé et intégré, les variations des taux d'intérêt sont étroitement corrélées et permettent d'ajuster l'équilibre épargne-investissement, sans biais inflationniste durable. Cette transition d'un ajustement par l'inflation à un ajustement par les taux d'intérêt a entraîné une variabilité considérable de ces derniers.

GRAPHIQUE 3 - Taux d'intérêt réel et taux de croissance du PIB en France



Sources : pour le PIB : Maddison et FMI-IFS, pour le taux d'intérêt : voir graphiques précédents .

### 3

#### La persistance des taux d'intérêt réels élevés menace la croissance

Il ne faut pas négliger pour autant l'impact du taux d'intérêt réel. Ex-post, son augmentation alourdit les charges financières et accroît les risques d'insolvabilité des débiteurs. Leur taux d'endettement désiré est diminué et l'investissement est réduit. En longue période, les entreprises se fixent leur taux d'endettement désiré. La structure financière est alors constante et le capital s'accumule au rythme de l'augmentation des fonds propres, qui est aussi le taux de croissance de la production. Cependant l'inertie des anticipations de prix entraîne un ajustement lent du taux d'intérêt anticipé à son niveau d'équilibre. Dans les phases de baisse des prix, le taux d'intérêt réel effectivement supporté par les entreprises est supérieur à celui qui avait été anticipé, ce qui entrave durablement l'investissement et la croissance. Le contraire se produit dans les phases de hausse des prix.

En France, la stabilité conjointe du taux d'intérêt réel et du taux de croissance a rarement été observée (graphique 3). En dehors des guerres, les périodes où le taux d'intérêt réel a été très bas ont connu une vive accélération de la croissance (années 1921-1926 et 1946-1956). Dans la décennie 1980 comme dans les années récentes, le taux d'intérêt réel est repassé au-dessus du taux de croissance. Simultanément les prix ont fortement décéléré et le taux d'intérêt nominal a été sur une tendance déclinante. C'est une configuration qui a de nombreux traits communs avec la phase de consolidation financière à la fin du siècle dernier, hormis la déflation généralisée des prix.

L'intégration financière internationale et la rigueur monétaire prolongée rappellent les conditions régnant avant la première guerre mondiale. Grâce au rétablissement de la confiance dans la stabilité des prix, les épargnants pourraient retrouver le goût des placements à long terme. Un flux d'épargne plus abondant et un taux d'intérêt nominal lentement décroissant redonneraient le climat financier qui a régné il y a un siècle. En France, l'épargne était abondante et les exportations de capitaux considérables à la fin du XIXème siècle. Pourtant le taux d'intérêt réel était élevé et le taux de croissance très bas. La comparaison historique nous enseigne que l'abondance d'épargne est liée à la stabilité du taux d'intérêt nominal mais qu'elle ne garantit pas une croissance durable. Si les excès passés de l'endettement, provenant de la phase précédente de forte croissance, sont lents à se résorber, les emprunteurs sont durablement prudents à cause de la fragilité financière. Dans cette situation, l'abondance d'épargne entraîne la stagnation plutôt que la croissance.

M. Aglietta, V. Coudert et B. Mojon



Rédaction :

Centre  
d'études prospectives  
et d'informations  
internationales  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris  
Tél. (1) 48.42.64.64  
Télécopie : (1) 48.42.59.12

Rédacteur en chef :  
Jean Pisani-Ferry.

Réalisation :  
Annick Hutteau.

Diffusion :  
La Documentation Française.

Abonnement (11 numéros)  
France : 275 F.  
Europe : 330 F.  
Hors Europe : 370 F.  
(envoi par avion).

Commande adressée à :  
La Documentation Française,  
124, rue Henn-Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex.

Directeur de la publication :  
Jean Pisani-Ferry.

ISSN 0243-1947

CPPP numero 1462 AD  
1er trimestre 1993  
Mars 1993

Imp. SNLIR - IVRY  
Imprimé en France