

POINT DE VUE

LA DEFLATION : Pourra-t-on en sortir ?

INTRODUCTION

La déflation peut être définie comme étant l'observation dans l'économie de la baisse généralisée des prix. Ce concept relativement simple, et qui a priori semble favoriser le consommateur, est devenu la bête noire des banquiers centraux depuis le début du millénaire ; en effet, le développement d'une spirale déflationniste déploie des effets beaucoup plus pervers et durables qu'un cycle inflationniste. L'économie mondiale est progressivement rentrée dans cet engrenage ces dernières années et la sortie de ce piège s'éloigne tous les jours un peu plus au fil des crises bancaires, financières et politiques. Il faut remonter à la dépression économique des années trente pour retrouver une situation de déflation aiguë, bien que l'origine et l'enchaînement des événements ne soient pas comparables. La période de déflation que nous vivons est liée à un certain nombre de facteurs qui s'additionnent et qui rendent l'équation difficile à résoudre.

LA DEFLATION STRUCTURELLE

La déflation que nous nommons structurelle est liée à la globalisation des échanges commerciaux. Elle n'est pas récente mais elle s'est amplifiée ces trois dernières décennies avec l'ouverture de nouveaux marchés, la baisse des barrières tarifaires, la globalisation des échanges et des modes de consommation, la libre circulation des biens, des services et des personnes ainsi que la chute du communisme. Elle a eu pour conséquence de redistribuer les cartes de la production industrielle vers des lieux où le coût de la main d'œuvre est faible et facilement disponible. Les délocalisations d'entreprises se sont enchaînées à un rythme effréné au fur et à mesure de l'ouverture de nouveaux pays dont les bénéficiaires ont été en premier lieu l'Asie. La déflation structurelle liée à la globalisation n'a pas eu que des effets négatifs, bien au contraire ; elle a permis l'émergence d'une nouvelle classe moyenne aux quatre coins de la planète et la dynamique des marchés émergents a été un formidable moteur pour l'économie mondiale ces deux dernières décennies. Des études de l'OCDE estiment que cet essor se poursuivra au cours de ces prochaines années : la classe moyenne mondiale devrait passer de 1,8 milliard de personnes en 2009 à 3,2 milliards en 2020, et à 4,9 milliards en 2030. Cette progression sera tirée par l'Asie, qui représentera en 2030 66 % de la classe moyenne mondiale et 59 % de la consommation des classes moyennes, contre 28 % et 23 % respectivement en 2009 (source : <http://www.observateurocde.org/news>).

Dans un monde de plus en plus uniformisé et ouvert, la globalisation a exacerbé le phénomène des vases communicants, offrant des opportunités phénoménales aux populations les plus entreprenantes issues des marchés émergents tout en exerçant une pression sur le pouvoir d'achat des classes moyennes occidentales.

La montée des populismes, les replis nationalistes que nous observons en Europe et aux Etats-Unis sont le reflet de ce phénomène et l'expression d'un malaise identitaire au sein de la classe moyenne traditionnelle en Occident, le bouc émissaire étant, comme toujours, l'étranger.

LA DEFLATION TECHNOLOGIQUE

La déflation technologique s'est également accélérée ces dernières années. Des premiers gains de productivité liés à l'avènement des microprocesseurs jusqu'à l'Internet mobile en passant par la micro-informatique, la technologie est en passe de révolutionner tous les secteurs d'activités économiques et les modes de vie. Le principal vecteur de la déflation technologique aura été Internet qui a mis à mal des pans entiers de l'industrie des loisirs tels que la musique, l'information, le cinéma mais également le monde du travail, du commerce et de la consommation. La technologie casse les barrières d'entrée sur certains marchés en apportant transparence, facilités de traitement des processus et accès à l'information instantanée. Les nouvelles sont aujourd'hui accessibles en temps réels, y compris les cours des valeurs traitées sur les marchés financiers, des données qui se monnaiaient encore très chères il y a quelques années auprès de prestataires organisés quasiment sous la forme d'oligopole. Aujourd'hui, les banques sont devenues des plateformes informatiques, il est possible de négocier des prêts en ligne ou de traiter sur n'importe quel marché financier sur une plage ou sur une piste de ski à un coût de plus en plus faible. Le « consomm-acteur » s'adapte très vite à la technologie pour autant qu'elle soit facile d'utilisation et elle l'est devenue ces dernières années. Le consommateur fait le travail auparavant dévolu à un employé et court-circuite des intermédiaires tels que les agents de voyage, employés de guichets ou autres opérateurs. Des services comme les assurances ou les conseils financiers seront bientôt automatisés et vendus par des robots, par exemple. Plus récemment la déflation technologique a été à la base de l'économie du partage qui perturbe des secteurs traditionnels comme l'hôtellerie avec Airbnb, les taxis avec Uber ou les sites de covoiturage entre particuliers. L'arrivée des sites de comparateurs de prix sur Internet exerce également une pression permanente sur les prix, les marges des entreprises et donc les rémunérations des employés.

LA DEFLATION MONETAIRE

Le monde traverse des crises financières et monétaires à répétition depuis un certain nombre d'années dont le rythme et l'amplitude se sont encore accélérés depuis le début du millénaire. Nous avons évoqué dans l'une de nos réflexions ce sujet (« Petite histoire des bulles financières », octobre 2012, accessible sur le site www.emcge.com, onglet publications – lettre financière – document : « la lettre mensuelle octobre 2012 »). La réponse aux crises financières est, depuis 1987, toujours la même et passe par un assouplissement de la politique monétaire et une baisse drastique des taux d'intérêt. De crises financières en crises financières, sans véritable reprise économique entre deux, les taux d'intérêt sont aujourd'hui tombés à zéro et sont même devenus négatifs, un phénomène quasiment unique dans l'histoire financière qui conduit aujourd'hui un épargnant à devoir payer pour laisser de l'argent sur son compte bancaire.

Cette situation aggrave l'environnement déflationniste dans lequel nous évoluons. Il faut revenir à la crise de 2008 pour comprendre comment nous en sommes arrivés à cette situation qui devient au fil des mois de plus en plus inextricable.

La Banque centrale américaine (la Fed) a répondu à la crise de 2008, qui avait pris des dimensions systémiques, en initiant une politique dite non conventionnelle (« quantitative easing ») à grande échelle consistant à racheter de la dette étatique en imprimant ex nihilo de la monnaie. Cette politique avait pour objectif de faire baisser les taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe et d'inciter les agents économiques à s'endetter et les banques à prêter. La Fed a mis un terme à cette politique en octobre 2014 après avoir acheté pour 4,5 trillions de dollars d'obligations dans le marché contre de l'émission de monnaie. A ce jour, personne n'est capable d'affirmer, si cette stratégie a réellement été efficace pour relancer l'économie américaine. Il nous paraît toutefois que c'est davantage la célérité, typiquement américaine dans ce genre de situations, de prendre à bras le corps le problème de la solvabilité des banques, quitte à faire une entorse au libéralisme, en laissant l'Etat intervenir dans l'économie privée et en lui permettant de rentrer dans le capital d'entreprises au bord de la faillite, qui a permis d'assainir rapidement le secteur financier et de poser des bases solides sur lesquelles l'économie d'outre-atlantique a pu repartir depuis 2009. L'observation de la situation en Europe nous conforte dans ce point de vue, nous y reviendrons. La déflation monétaire au niveau mondial a été exacerbée par ce que l'on a appelé la « Guerre des monnaies », un combat où les grands blocs économiques s'affrontent afin de tenter de garder un avantage compétitif en stimulant leurs exportations par la dévalorisation de leur monnaie sur le marché des changes, l'outil principalement employé étant l'arme des taux d'intérêt. La Suisse, îlot de prospérité, pays exportateur, qui gagne, selon les estimations, un franc sur deux à l'exportation s'est retrouvée, à son corps défendant, prise au piège au milieu de cette bataille financière mondiale. La Banque Nationale Suisse (BNS) a réagi en 2011 en instaurant un taux plancher fixé à Chf 1,20 contre l'euro, taux plancher qui a volé en éclat à l'approche de l'annonce en janvier 2015 que la Banque centrale européenne (BCE) allait, elle aussi s'engager, à l'instar des Etats-Unis, dans une politique monétaire agressive d'assouplissement quantitatif. Afin de soulager l'industrie d'exportation, la BNS tente depuis la fin du taux plancher de contenir l'appréciation du franc suisse sur le marché des changes en intervenant sur ce dernier par de la création monétaire et en instaurant des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts à vue afin de dissuader les investisseurs étrangers d'acheter du franc suisse et d'inciter les Suisses à acheter des devises étrangères. Cette politique contribue à exacerber la déflation car elle réduit à néant la rentabilité du capital avec un minimum de risques que recherchent idéalement les caisses de pension, les compagnies d'assurances et les rentiers qui désirent protéger leur capital afin de faire face à leurs dépenses courantes. Dans un contexte de taux négatifs, les agents économiques vont tenter d'augmenter leur épargne de précaution en étant conscients que le marché ne va plus leur assurer un minimum de revenus sur leur capital pour faire face à leurs besoins. C'est une variante de la trappe de liquidités, décrite par le célèbre économiste anglais Maynard Keynes dans les années trente, qui frappe le Japon depuis plus de 20 ans et qui nous rattrape aujourd'hui. Personne n'a encore chiffré le coût pour les caisses de pension de la politique des taux d'intérêt négatifs menée par la BNS. La facture sera salée et l'addition se chiffrera en milliards, à la charge des contribuables pour ce qui concernera la recapitalisation des caisses de pension publiques et parapubliques. La déflation monétaire est également exacerbée, principalement en Europe, par le corset législatif qui a enserré l'industrie financière au lendemain de la crise de 2008 et qui contraint les banques à augmenter leurs ratios de couverture avec pour conséquence une moindre capacité de prêt dans un contexte où les prêts à risques explosent, l'exemple actuel de l'état de délitement du système bancaire italien en est un bon exemple.

LES AUTRES FACTEURS DEFLATIONNISTES

Les autres facteurs qui contribuent à favoriser un environnement déflationniste sont le vieillissement de la population qui occasionne certes des besoins en matière de soins et d'accompagnement des personnes âgées mais génère des coûts supplémentaires à la charge de la collectivité dont le corollaire, en Suisse par exemple, est la hausse continue des primes d'assurances maladie qui sont en définitive, au nom de la solidarité, un transfert de richesses des populations jeunes et bien portantes vers les populations âgées au détriment de dépenses d'investissement ou de consommation par les ménages actifs. Le Japon connaît cette situation depuis bientôt trente ans : un pays vieillissant, isolé et qui n'a pas enregistré d'immigration positive pour compenser le déclin démographique. La conséquence en a été une explosion de la dette publique, une stagnation économique malgré les multiples plans de relance lancés régulièrement par les gouvernements successifs.

Le protectionnisme économique, prôné par les partis populistes, est déflationniste et a été l'un des facteurs qui a aggravé la crise mondiale des années trente. Le rétablissement de tarifs douaniers punitifs à l'importation envisagé dans le cadre de la plateforme politique du candidat républicain Donald Trump aux Etats-Unis et plus récemment par Madame Hillary Clinton ou Madame Marine Le Pen, est de nature à freiner le commerce mondial et est par nature profondément déflationniste.

Ces dernières années, la part de l'Etat au PIB a sensiblement augmenté et a atteint par exemple pour la France 57 % de la richesse nationale produite en une année. Il est facile de comprendre la raison de la stagnation de l'économie française lorsque des flux financiers aussi importants passent par l'Etat dans un pays dit de libre entreprise. On constate, à travers le monopole que l'Etat exerce sur nombre d'activités que la déflation structurelle, que nous avons évoquée au début de cette étude, ne touche pas les prix dits administrés. On compte dans cette catégorie les tarifs des transports publics, les assurances maladie en Suisse dont les primes sont agréées par l'Office Fédéral de la Santé Publique (OFSP), les taxes et émoluments qui foisonnent et ne cessent d'augmenter à chaque fois qu'un citoyen recourt à un service de l'Etat, le prix de l'eau, gaz et électricité dont la pseudo-libéralisation du marché ne bénéficie en aucune façon au client final. La pression fiscale qui ne cesse d'augmenter est également de nature déflationniste car elle limite les possibilités pour le consommateur ou l'entrepreneur d'investir, de réinvestir ou de consommer. L'Etat est par nature un plus mauvais allocateur de ressources que l'individu et cela se traduit en termes économiques par une moindre vitesse de la circulation de la monnaie lorsque les flux financiers transitent par l'Etat plutôt que par l'économie privée (l'accélération de la vitesse de la circulation de la monnaie est l'un des facteurs contribuant à l'accélération de la croissance économique). L'exemple de la France illustre à nouveau parfaitement cette situation.

COMMENT SORTIR DE LA DEFLATION

Pendant près de quarante ans, le grand démon des banques centrales a été l'inflation qui a dérapé suite aux deux chocs pétroliers des années septante. Depuis lors, à chaque frémissement inflationniste, les banques centrales ont sorti l'artillerie lourde pour combattre l'hydre avant qu'elle ne se multiplie, provoquant parfois des récessions qui n'auraient pas eu lieu d'être. Depuis quelques années, les banquiers centraux se font les chantres d'un retour de l'inflation qui à leurs yeux reste beaucoup trop basse, l'objectif avoué étant de retrouver une hausse des prix à la consommation de l'ordre de 2 % par an.

Nous avons passé en revue, dans le cadre de cette petite étude, les différentes sources de déflation auxquelles nos sociétés occidentales sont confrontées. Il nous apparaît que la déflation structurelle devrait s'atténuer au fur et à mesure du développement des pays émergents dont l'avantage compétitif sur le plan des salaires devrait diminuer avec l'élévation du niveau de vie et le développement d'une classe moyenne de plus en plus importante. Nous observons déjà des entreprises qui relocalisent leurs outils de production dans des lieux proches des consommateurs finaux. La réponse à la délocalisation est la course à la productivité et à l'innovation, des stratégies que la Suisse a toujours développées. En investissant dans l'automatisation et des processus de production à la pointe de la technologie, notre pays est capable d'exporter dans le monde entier des brosses à dents (TRISA) ou des stores (Schenker Storen AG). Le contrat, portant sur des centaines de millions de dollars, récemment remporté par la firme suisse Stadler Rail pour fournir des wagons de chemin de fer « high tech » aux Etats-Unis est un autre exemple de la compétitivité dont font preuve les sociétés suisses. Grâce au développement des « fablabs », soit des micro-usines basées sur la technologie des imprimantes 3D, l'industrie dans son ensemble va connaître une rupture technologique aussi importante que la révolution industrielle et remettra définitivement en question la nécessité de délocaliser des processus de production. Cette évolution s'inscrit dans un mécanisme, à notre avis, déjà amorcé mais qui s'inscrira dans la durée. La déflation technologique n'est, quant à elle, pas prête de s'arrêter et nous réserve encore de nombreuses surprises avec l'arrivée de la réalité virtuelle augmentée et de la robotique qui va envahir notre vie quotidienne et qui remettra en question nombre de petits boulots non qualifiés, à commencer par les travaux de nettoyage. A titre d'exemple, les compagnies d'assurances n'ont pas commencé à songer ce que deviendra l'industrie des assurances responsabilité civile dans un monde qui ne verra plus aucun conducteur au volant. La déflation démographique va perdurer et ne peut être compensée que par l'immigration, idéalement dite qualitative, un sujet politique éminemment délicat dont Madame Angela Merkel tente de convaincre son peuple du bien-fondé depuis une année. La déflation liée au protectionnisme doit être combattue à travers la démonstration par les organismes supra-nationaux comme l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) ou la Banque Mondiale de la pertinence de la libre circulation des biens et services qui a, depuis l'Antiquité, stimulé les échanges commerciaux. La plus grande société de transports maritimes au monde, A.P. Moeller-Maersk A/S, a récemment exprimé ses craintes sur ce dossier. Ce sujet pourrait faire l'objet d'une réflexion en soi. Il est étonnant de constater que le débat sur la quote-part idéale de l'Etat dans l'économie ne fasse pas l'objet d'un débat sur la place publique. Nous assistons régulièrement lors de votations à un affrontement idéologique et dogmatique entre les défenseurs du libéralisme demandant moins d'interventions de l'Etat dans l'économie et les adeptes de l'égalitarisme à tout prix hurlant contre le démantèlement du service public, sans que les uns et les autres puissent définir ce que la part de l'Etat au Produit Intérieur Brut (PIB) devrait être. Quelques recherches académiques dans le monde anglo-saxon avaient mis en évidence, il y a déjà quelques années, que l'idéal se situerait autour de 35 % de la richesse d'un pays produite au cours d'une année qui devrait, au maximum, transiter par les caisses publiques. Au-delà de ce pourcentage, l'Etat commencerait à rogner sur la dynamique d'un pays à créer de la richesse, donc des recettes fiscales pour financer les tâches régaliennes. Il est évident que cette approche se heurte à la pensée socialiste qui estime encore et toujours que seul l'Etat est à même d'assurer une équitable répartition des richesses. L'exemple actuel du Venezuela devrait en faire réfléchir plus d'un, pourtant.

L'inflation tout comme la déflation sont principalement alimentés par des phénomènes monétaires qui amplifient l'un ou l'autre des deux maux, l'idéal étant la désinflation, c'est-à-dire une période de croissance modérée accompagnée d'une faible inflation comme durant la période bénie des années quatre-vingts.

Aujourd'hui, le cœur du problème se situe, à notre avis, au niveau du fonctionnement du système bancaire. En effet, depuis la crise de 2008 qui a marqué l'éclatement d'une gigantesque bulle du crédit, les banques ont cherché à diminuer leurs engagements, donc leurs risques en réduisant la taille de leur bilan, une stratégie en soi déflationniste car le crédit devient difficilement disponible ou alors l'emprunteur doit satisfaire à des exigences extrêmement drastiques, c'est l'exemple du secteur hypothécaire en Suisse actuellement. D'autre part, le législateur a imposé aux banques des contraintes toujours plus fortes au niveau des ratios de couverture des engagements, forçant les banques à mettre du capital supplémentaire en garantie alors que les banques centrales mènent des politiques monétaires très agressives, dans l'espoir que le secteur financier jouera à nouveau son rôle de courroie de transmission des mécanismes du crédit au sein de l'économie. En résumé, aujourd'hui, l'argent, massivement disponible, se trouve dans les réservoirs mais ne circule pas dans les multiples tuyaux censés alimenter le fonctionnement de l'économie. Dans ce contexte déjà paradoxal, les banques sont régulièrement soumises aux paiements d'amendes dont les montants atteignent des records et, bien que les sanctions soient justifiées en regard des infractions commises, on peut raisonnablement se demander s'il ne s'agit pas dans certaines situations d'un racket fiscal ou d'une guerre économique qui profite à certains Etats en particulier. Sur le plan de la politique monétaire, il est temps de mettre fin à la guerre des changes, une lutte stérile entre les grands Etats de la planète qui est par nature non seulement déflationniste mais surtout schizophrène. Il faut instaurer les Etats généraux de la planète financière sous les auspices des grandes institutions financières telles que la Banque Mondiale (BM), le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI) afin de sortir de cette spirale stérile des taux d'intérêt négatifs. Cette politique est totalement contre-productive et ruine l'épargne, les marges bancaires et le système financier en général qui depuis la nuit des temps fonctionne sur une rentabilité nominale du capital positive basée sur le niveau de risques et l'échéance des prêts.

CONCLUSION

Notre monde, aujourd'hui fortement globalisé et interdépendant, va rester encore longtemps soumis à des forces déflationnistes lourdes qui seront difficile à contrecarrer dans un avenir proche. Néanmoins, les deux outils à disposition des Etats, à savoir la politique monétaire et budgétaire, malgré l'endettement des Etats, offrent encore une marge de manœuvre exploitable pour autant que la volonté d'assouplir un carcan législatif, étouffant pour les entrepreneurs, soit prise en compte par nos décideurs politiques. Il faut rappeler que c'est une minorité de personnes, entrepreneurs dans l'âme, qui font progresser une société sur tous les plans. En un seul mot, cela s'appelle le libéralisme et pour arriver à redynamiser nos économies, il faut aussi s'attacher à définir la part idéale de l'Etat dans l'économie, s'y tenir et s'attaquer au dogme de la fiscalité qui devient de plus en plus confiscatoire en relançant l'idée d'un taux d'imposition unique sur le revenu qui ne devrait pas dépasser 25 % afin de permettre aux agents économiques d'investir, de consommer, d'épargner dans un environnement où les taux sans risques sont positifs et non pas en territoire négatif, ce qui s'apparente à une taxe supplémentaire qui frappe l'épargne, réservoir indispensable pour l'investissement. C'est l'outil de la politique budgétaire, en main des politiques, qui doit avec courage et détermination être activé ; il est temps de mettre fin à l'aventure socialiste qui n'amène que l'égalité dans la médiocrité et conduit à la pauvreté de tous. Au niveau de la politique monétaire, nous l'avons évoqué, il faut sortir de la guerre des monnaies, de la spirale des taux négatifs et, en Europe, de la politique d'assouplissement quantitatif lancée en janvier 2015, c'est-à-dire beaucoup trop tard dans le cycle déflationniste pour exercer un quelconque effet positif sur la conjoncture.

Enfin, il faut lancer un plan Marshall bancaire en Europe afin de sortir les créances douteuses des banques et les placer dans des « bad banks ». Les Américains ont su le faire au fil des crises bancaires et financières, la Suisse l'a expérimenté avec succès dans le sauvetage des banques cantonales au début des années 90 et de l'UBS en 2009, il faut désormais faire preuve de courage politique en Europe et de lucidité. C'est en mettant en place ces politiques de relance que nous pourrons sortir de cette spirale déflationniste et renouer avec une croissance économique harmonieuse, génératrice d'emplois pour les jeunes générations et créatrices de recettes fiscales pour les Etat, un cercle vertueux qui ne dépend que du courage de nos décideurs d'embrasser les problèmes avec détermination, attendre étant la pire des stratégies.

Nous invitons les lecteurs à contacter les associés-gérants de la société EMC Gestion de Fortune SA (emc@emcge.com ou 022 817 78 78) afin que nous puissions leur présenter notre politique de placement dans le contexte de déflation que nous avons décrit dans le cadre de cette réflexion.

OR/ septembre 2016