

Soirée du 9 décembre 2014

## Sommes-nous menacés par la déflation ?

### *Synthèse des débats* <sup>[\*]</sup>

*En France, la hausse de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'établit depuis un an à moins de 1 % en rythme annuel. Il en est de même dans la plupart des pays de la Zone Euro ; certains ont même des taux d'inflation négatifs. La plupart des analystes parlent de "désinflation", d'ajustement nécessaire des compétitivités en Europe, mais certains économistes sont d'avis que nous sommes en fait entrés dans une période de "déflation" ou que nous sommes menacés d'y entrer. Ils estiment que d'autres indicateurs que l'IPC seraient nécessaires pour en juger, par exemple l'indice des prix à la production. Comment définit-on une situation de déflation ? De quoi la déflation est-elle le symptôme ? Quels sont les gains et les risques associés à la déflation (moindre érosion des salaires et retraites versus hausse du poids des dettes, report des achats, impuissance de la politique monétaire) ? Peut-elle devenir auto-entretenu ? Comment en sortir ?*

#### Invité :

**Henri Sterdyniak,**

Directeur du département « Economie de la mondialisation » à l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE)

#### Exposé introductif :

L'invité propose d'emblée pour le thème de cette séance la formulation alternative « Sommes-nous menacés par la *stagnation* ? ». Il va s'expliquer d'abord sur la signification des deux termes *stagnation* et *déflation* et sur les points de vue théoriques qu'on peut prendre de ces situations.

---

<sup>[\*]</sup> Tant l'exposé liminaire que le contenu des échanges sont structurés en quelques thèmes, sans suivre l'ordre chronologique. Par ailleurs, l'identité des intervenants n'était pas toujours connue et l'on a choisi de ne pas attribuer nominativement les propos. Au reste, ceux-ci ont été reconstitués à partir des notes du secrétariat sans reprendre leur formulation détaillée. Pour retracer le débat, les thèmes sont souvent introduits sous forme d'une question : ce qui vient ensuite n'est pas la seule réponse de l'invité, mais l'ensemble des contributions des participants.

## Stagnation et déflation

La **stagnation** est une période prolongée de faible croissance, de faible hausse des prix et de chômage important.

*Exemple* : c'est la situation du Japon entre 1991 et 2002 et entre 2007 et 2014.

Période	1970-1991	1991-2002	2002-2007	2007-2014
Taux de croissance annuel moyen	4,5%	0,8%	1,7%	0,2%

Moins de demande entraîne moins de production, donc moins de profit et d'investissement ; moins d'emploi donc moins de salaires et moins de consommation, ce qui renforce la chute de la demande. Le déficit public augmente spontanément, faute de croissance. Même si la Banque centrale baisse son taux d'intérêt, le « taux d'intérêt réel corrigé de la croissance » augmente, le poids des dettes augmente, et les entreprises sont réticentes à s'endetter.

La **déflation** est une période prolongée de variation des prix faible ou nulle, voire négative.

*Exemple* : c'est la situation du Japon entre 1993 et 2014

Période	1993-2002	2003-2014
Taux annuel moyen de variation des prix	- 0,1%	-0,8%

La déflation est un symptôme d'excès d'offre généralisé sur le marché des biens et services. Les entreprises n'augmentent pas leurs prix dans un marché déprimé. La déflation fait baisser les salaires si le marché de l'emploi est lui aussi marqué par un profond excès d'offre ; elle les fait augmenter sinon (en termes de pouvoir d'achat).

## Trois doctrines théoriques

Les économistes ont formulé différentes doctrines sur ce qui peut permettre de sortir d'une période de stagnation-déflation.

Un point de vue « libéral » s'attend à une « auto-correction » de l'économie : le gain de compétitivité dû à la baisse des prix et des salaires permet de reconstituer les profits des entreprises ; grâce aux bas taux d'intérêt, les investissements se relancent et l'économie remonte la pente. Dans cette vision, la politique économique est nuisible car elle freine les ajustements nécessaires.

Une version extrême de ce point de vue envisage la nécessité d'une **récession** pour « purger les déséquilibres », lorsque ceux-ci sont trop importants, comme dans le cas d'une bulle immobilière. « Souffrir et attendre » est alors le mot d'ordre. Mais combien de temps ?

Le point de vue keynésien affirme au contraire que la politique économique a son rôle à jouer. Sans quoi, la stagnation/déflation est durable. Seule une politique expansionniste, monétaire et budgétaire, peut permettre d'en sortir. La politique monétaire bute sur le plancher à zéro des taux d'intérêt nominaux, et devient vite impuissante. La politique budgétaire fait gonfler la dette, et peut renchérir celle-ci si elle inquiète les prêteurs privés : il faut « tenir ».

### Trois phénomènes connexes

Restant au niveau théorique, l'invité signale trois phénomènes connexes qui peuvent, ou non, accompagner ou causer la stagnation/déflation :

D'abord, bien que les taux d'intérêt nominaux soient presque nuls, le « taux d'intérêt réel corrigé de la croissance » (TIRAC) risque de rester positif pendant la période de stagnation/déflation. La politique monétaire qui joue sur les taux d'intérêt est alors impuissante à faire diminuer ce taux pour relancer l'investissement.

*Exemple* : Japon 2001. Les taux d'intérêt sont de 0,2 % à court terme, 1,3 % à long terme, la croissance du PIB en monnaie courante est de - 0,6 % (croissance en volume 0,4 %, baisse des prix -1 %). Le TIRAC est de +0,8 % ou de +1,9 %.

Deuxième phénomène : la baisse des prix risque d'enclencher un cercle vicieux : les acheteurs anticipent la baisse des prix et ne veulent plus acheter, préférant attendre ; au contraire les vendeurs veulent vendre le plus vite possible ; cela aggrave encore l'excès d'offre et donc la déflation, etc. En fait, dans les pays développés, la rigidité des prix et des salaires est importante : les entreprises ne baissent pas massivement leurs prix, les salaires de base des personnes en place ne baissent pas (la baisse du salaire moyen se fait sur les primes, ou à l'occasion des remplacements des partants à la retraite par des jeunes). Les craintes que la déflation devienne cumulative et massive semblent donc très excessives pour ce qui concerne les biens et services. En revanche, on constate des baisses très fortes pour les prix des actifs mobiliers et immobiliers.

*Exemple* : Au cours des années récentes, la baisse maximale des prix est de 1%, sauf quelques exceptions : -9,1 % en Irlande sur la période 2009-2010, -2,6 % en Grèce sur 2013-2014 ; -13,1 % au Japon sur 1998-2013. La baisse des salaires nominaux a été de 4,8 % en Irlande en 2009-2010, 15,5% en Grèce en 2013-2014 ; 13,4 % au Japon en 1998-2013. Sur les marchés immobiliers, on a constaté des baisses de prix de 40 % en Irlande et en Grèce, de 35 % en Espagne. Les cours de bourse ont également baissé fortement en 2009.

Enfin troisième phénomène : la « déflation de bilan », pointée par l'économiste Irving Fisher, est une caractéristique de la situation d'après-crise financière. Avant la crise, tout le monde est très optimiste, les ratios d'endettement augmentent, parfois fortement (bulles financières et immobilières). La crise financière fait prendre conscience de l'excès d'endettement et change le comportement des agents, tant du côté des emprunteurs que des prêteurs : le « désendettement » est à l'ordre du jour, entraînant une chute des prix des actifs boursiers et immobiliers. La baisse de l'activité qui en résulte peut aboutir à ce que le ratio dette/PIB augmente au lieu de diminuer, tant pour la dette publique que pour la dette privée.

Exemple : la dette privée en pourcentage du PIB

	<b>1999</b>	<b>2007</b>	<b>2013</b>
Allemagne	166	162	152
Italie	130	169	177
<b>France</b>	<b>170</b>	<b>200</b>	<b>220</b>
Japon	265	235	241
Espagne	164	275	233
Royaume-Uni	155	201	189
Etats-Unis	173	212	197

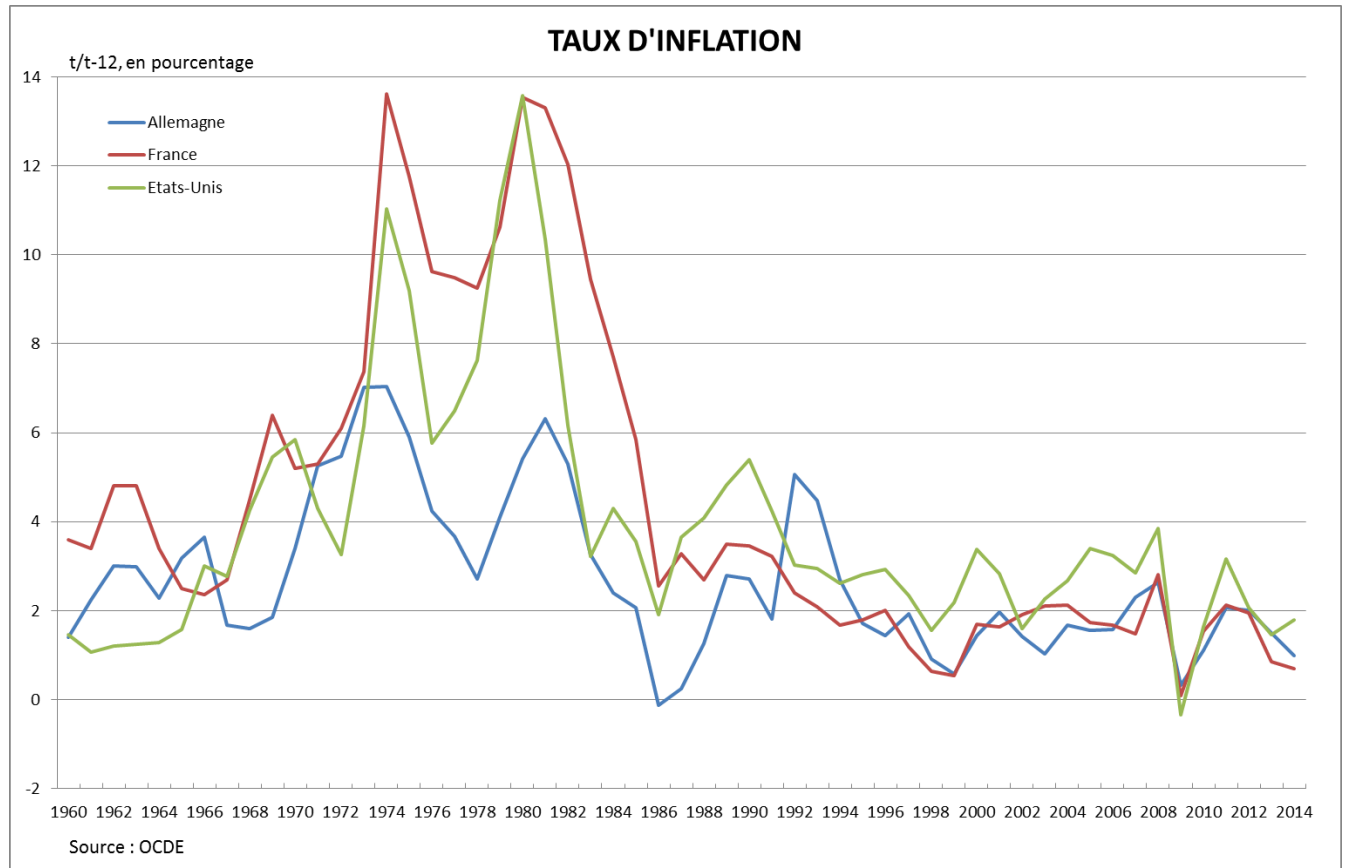
### La marche vers la déflation, depuis le début des années 1980

Le fonctionnement des économies capitalistes a connu une rupture au début des années quatre-vingt. Jusque là, la croissance était spontanément forte, la productivité du travail était en forte hausse, les salaires aussi ; l'inflation atteignait couramment 4 % à 5 % et le « TIRAC », négatif,

pouvait baisser sans problème. En « économie sociale de marché », les gouvernements pratiquaient une politique keynésienne visant à maintenir le plein emploi.

A la fin de cette période, avec les crises pétrolières, le ralentissement de la croissance de la productivité, il devenait de plus en plus difficile de contenir l'inflation, qui atteignait 10 %-12 %, et de maintenir le plein emploi. Les pays en difficulté pouvaient cependant dévaluer leur monnaie.

Retournement au début des années quatre-vingt : le capitalisme est alors « redevenu méchant », privilégiant la discipline des prix et des salaires sur l'objectif de plein emploi. Via notamment des politiques monétaires drastiques (hausse des taux d'intérêt), la modération de l'inflation a été atteinte en moins d'une décennie : l'inflation est retombée au voisinage de 3 % vers 1990.



Dans le nouveau fonctionnement de l'économie qui prévaut à partir de la fin des années quatre-vingt, on n'admet donc plus de corriger les excès d'endettement par de l'inflation. Mais un pays en difficulté pouvait encore dévaluer sa monnaie. A partir de la mise en vigueur d'un système de taux de change rigoureusement fixes comme l'euro, cette possibilité n'a plus été offerte. Pour un pays qui perd de la compétitivité, la seule possibilité est alors la « désinflation compétitive », que l'on appelle aussi « dévaluation interne » : peser sur les salaires et les cotisations sociales, pour peser sur les prix et regagner ainsi de la compétitivité. L'Allemagne a pratiqué cette politique à partir du début des années 2000. La monnaie unique apparaît ici comme un facteur de déflation.

C'est dans ce contexte que la crise financière a frappé les économies en 2007-2008. Ce fut le premier de trois chocs déflationnistes : le deuxième choc est né de la spéculation contre les dettes publiques des pays du Sud à partir de 2011, et le troisième des politiques d'austérité pratiquées en réaction à ces événements.

## La situation actuelle de la Zone Euro

La Zone Euro est un ensemble hétérogène de pays qui connaissent des situations économiques très différentes.

Le chômage est fort en moyenne (11,5 % en octobre 2014), mais les taux s'étagent de 5 % en Allemagne et en Autriche à 25 % en Espagne et en Grèce. La France, l'Irlande, l'Italie et le Portugal se situent vers 10 %.

La zone est marquée par une faible croissance : après la dépression de 2008-2009, la reprise a eu lieu en 2010, mais elle a été tuée par la crise des dettes publiques et les politiques d'austérité. Globalement, le PIB de 2014 est inférieur à celui de 2007. Mais là aussi, la zone est très hétérogène.

Le PIB de 2014 est supérieur à celui de 2007 de 4-5 % en Allemagne, Autriche, Belgique (comme d'ailleurs au Royaume-Uni). Mais l'évolution est catastrophique pour Espagne et Finlande (- 5 %), Portugal (-6 %), Italie (-8,5 %) et Grèce (-21 %).

Les objectifs du Pacte de Stabilité et de Croissance et du Traité budgétaire<sup>1</sup> amènent les Etats membres de la Zone Euro à pratiquer des politiques budgétaires restrictives. Celles-ci ont représenté un impact négatif de 9 points de PIB de 2010 à 2014 : sans elles, la croissance 2007-2014 aurait été de 1,6 % par an au lieu de -0,2 %. Rien ne dit que les objectifs de ces politiques sont réalisables : au cours des années récentes, le ratio dette publique/PIB a continué à augmenter en raison de la baisse des recettes fiscales et du PIB.

La politique monétaire unique pour l'ensemble de la Zone Euro est impuissante à relancer l'économie. Le taux du refinancement des banques par la Banque centrale européenne (BCE) est quasiment nul, le taux de rémunération des dépôts des banques à la BCE est négatif (-0,2 %) pour les inciter à financer l'économie. Les taux d'intérêt à dix ans sont très bas : 1 % en France, 0,75 % en Allemagne pour les obligations d'Etat. La spéculation contre les pays du Sud est calmée : l'Italie et l'Espagne empruntent à 2 % à dix ans. La BCE ne peut donc plus faire baisser les taux. N'ayant pas le droit d'acheter de la dette publique des pays membres, elle contourne cette interdiction en fournissant aux banques les moyens de cet achat ; mais inonder les banques de liquidités ne suffit pas à déclencher des emprunts de la part des entreprises qui n'estiment pas le contexte propice à l'investissement.

Faut-il espérer que l'euro chute pour relancer l'économie de la zone ? Il ne faut pas trop y compter. Il ne faut pas oublier que globalement le commerce extérieur de la Zone Euro est excédentaire par rapport au reste du monde, contrairement à celui du Royaume-Uni ou à celui des Etats-Unis. Là aussi, la Zone Euro est fortement hétérogène : l'excédent global est essentiellement dû à l'Allemagne et aux Pays-Bas. Seules la Finlande, la France et la Grèce sont déficitaires. L'Italie, l'Espagne et le Portugal ont réduit leurs déficits insoutenables de 2007 par la chute de la demande interne et par une dévaluation salariale visant à ramener la compétitivité.

En termes de coût salarial par unité produite, entre 1997 et 2013 l'Allemagne a gagné finalement presque 10 points de compétitivité par rapport à la moyenne de la Zone Euro (après en avoir gagné au maximum 16,5 points au cours de la période) ; l'Espagne a perdu finalement 10 points (après en avoir perdu au maximum 16). L'écart entre ces deux pays s'est réduit mais reste encore de 20 points ! Au rythme récent, il faudrait encore 12 ans de déflation salariale en Espagne pour rétablir la situation : alors qu'autrefois une dévaluation de 20 % de la peseta par rapport au mark aurait ramené le rapport au niveau antérieur. Le problème vient de l'Allemagne, qui refuse de « reflater », plutôt que des autres pays.

Le glissement annuel d'inflation dans la Zone Euro est désormais très bas : 0,4 % en octobre 2014, alors que le prix du pétrole a baissé. L'inflation sous-jacente (hors énergie et produits agricoles non transformés) est de 0,7 %, contre 1 % un an auparavant. Elle est négative en Espagne et en Grèce. Les prévisions de hausse de prix pour 2015 sont heureusement plus fortes en Allemagne (1,6 %)

---

<sup>1</sup> Les pays ne doivent pas avoir un déficit public supérieur à 3 % du PIB ni une dette publique supérieure à 60 % du PIB. Sinon, ils doivent réduire le déficit et la dette selon une trajectoire acceptée par la Commission européenne et le Conseil européen (sauf circonstances exceptionnelles). Ils doivent viser un « déficit structurel » inférieur à 0,5 % du PIB avec un effort minimal de 0,5 % du PIB par an, et réduire l'écart de leur dette à 60 % du PIB au rythme de 1/20<sup>e</sup> par an.

Déficit structurel : déficit des administrations corrigé des effets de la conjoncture.

qu'en Espagne (0,7 %) : cela devrait contribuer au rattrapage de compétitivité, mais à un rythme très lent. La Banque centrale européenne a pour objectif de « maintenir les attentes d'inflation à moyen terme à des taux inférieurs à 2 %, mais proches de 2 % ». Le rythme actuel est nettement inférieur à 1,8 % : la Zone Euro se porterait mieux avec une inflation plus forte. Mais celle-ci ne se commande pas. Elle suppose des tensions accrues sur les marchés, donc une forte demande, que l'on ne sait pas provoquer par la politique monétaire seule quand les entreprises refusent d'investir et que la politique budgétaire est restrictive. La BCE sauve la face en regardant l'inflation anticipée pour dans cinq ans d'après une enquête auprès d'experts ou d'après les taux d'intérêt swap : celle-ci reste proche de 2 %. Mais qui peut se prononcer si longtemps à l'avance ? C'est un peu fictif.

### Quels sont les risques ? Comment en sortir ?

On peut écarter le risque de baisse des prix cumulative, de déflation brutale. La Zone Euro est plutôt menacée par une situation à la japonaise : une longue période de stagnation/déflation. La politique monétaire est paralysée et il n'y a pas de politique budgétaire de soutien à l'activité. Pour gagner en compétitivité, les pays du Sud sont condamnés à la dévaluation interne : baisse des salaires et des cotisations sociales, ainsi que des impôts sur les entreprises. Ces évolutions contribuent à la baisse des prix et augmentent le poids des dettes publiques. Ni les dépenses publiques, ni la consommation, ni l'investissement, ni l'exportation ne relancent l'activité.

Quelles sont les solutions ? L'Union européenne semble opter actuellement pour continuer sa politique économique, légèrement infléchie seulement (plan Juncker : cf. ci-dessous). Certains économistes appellent à une rupture coordonnée de la Zone Euro ou prédisent des crises nationales.

Pour l'invité, qui reste attaché à l'analyse keynésienne, il faut une remise en ordre en Europe et des politiques budgétaires, salariales et industrielles adaptées à l'hétérogénéité de la Zone Euro. Cela passe par la fin de l'application actuelle du Pacte de stabilité et de croissance (austérité) et par la mise au point d'une stratégie commune visant le plein emploi et la résorption des déséquilibres. Et cela implique donc de mettre fin à la concurrence fiscale, salariale, sociale entre les pays de la Zone Euro. Enfin certains pays doivent faire de la réévaluation interne (hausse des salaires et des revenus sociaux).

Mais on ne voit pas à l'heure actuelle de signes d'un tel changement de politique.

### ***Débat :***

Que s'est-il passé au moment de la création de l'euro ? Que se passe-t-il maintenant ? Et qu'est-ce qu'il faudrait faire ? Le débat s'est porté principalement sur ces trois questions. Mais certains points théoriques ont aussi été abordés.

### Quelques points théoriques

*Le « TIRAC »* Pourquoi ce « taux d'intérêt réel corrigé de la croissance » est-il si important ? demande un participant. L'invité explique que c'est un indicateur susceptible d'expliquer la plus ou moins grande réticence des entreprises à contracter des emprunts. Quand une entreprise envisage de s'endetter, elle compare le taux d'intérêt avec le taux de croissance anticipé de sa production, qui lui permettra les remboursements. Pour une économie, le TIRAC est la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance actuel de la production en valeur<sup>2</sup> ; cet indicateur donne une idée de ce qui s'applique en moyenne aux entrepreneurs individuels.

*Exemple :* On compare la situation de l'Espagne en 2005 et en 2012. En 2005 : taux d'intérêt à long terme 3,4 %, taux de croissance en valeur 8 % ; le TIRAC valait  $3,4 - 8 = -4,6$  % il était ressenti comme peu coûteux de s'endetter, et on a

---

<sup>2</sup> Ou encore : taux d'intérêt nominal moins taux de croissance des prix moins taux de croissance du PIB en volume

constaté une hausse considérable de l'endettement. En 2012, le taux d'intérêt à long terme était de 5,9 %, mais la croissance en valeur était devenue une décroissance : -2 % ; le TIRAC valait  $5,9 - (-2) = 7,9$  %, soit 12,5 points de plus qu'en 2005, ce qui représentait un frein très fort à l'endettement.

### Le taux d'intérêt corrigé de la croissance

	2005	2012	2014
Allemagne	$3.4 - 1.3 = 2.1$	$1.5 - 1.9 = -0.4$	$0.8 - 3.2 = -2.4$
Autriche	$3.4 - 4.8 = -1.4$	$2.4 - 2.8 = -0.4$	$1.1 - 2.2 = -1.1$
Pays-Bas	$3.4 - 3.9 = -0.5$	$1.9 - (-0.4) = 2.3$	$1.0 - 0.9 = 0.1$
Finlande	$3.4 - 3.7 = -0.3$	$1.9 - 1.1 = 0.8$	$1.0 - 0.9 = 0.1$
Belgique	$3.4 - 4.3 = -0.9$	$3.0 - 2.2 = 0.8$	$1.2 - 1.7 = -0.5$
<b>France</b>	<b><math>3.4 - 3.6 = -0.2</math></b>	<b><math>2.5 - 1.5 = 1.0</math></b>	<b><math>1.3 - 1.0 = 0.3</math></b>
Italie	$3.6 - 2.9 = 0.7$	$5.5 - (-0.7) = 6.2$	$2.5 - 0.0 = 2.5$
Espagne	$3.4 - 8.0 = -4.6$	$5.9 - (-1.9) = 7.8$	$2.1 - 0.9 = 1.2$
Irlande	$3.4 - 8.8 = -5.4$	$6.2 / 3.5 - 1.0 = 2.5$	$1.8 - 3.6 = -1.8$
Portugal	$3.4 - 4.1 = -0.7$	$10.6 / 3.5 - (-3.7) = 7.2$	$3.4 - 2.0 = 1.4$
Grèce	$3.6 - 8.0 = -4.4$	$22.5 / 3.5 - (-1.9) = 5.4$	$7.6 / 3.5 - 0.9 = 2.6$
<b>Zone Euro</b>	<b><math>3.4 - 3.5 = -0.1</math></b>	<b><math>2.2 - 0.5 = 1.7</math></b>	<b><math>1.3 - 1.6 = -0.3</math></b>
Suède	$3.4 - 3.6 = -0.2$	$1.6 - 0.8 = 0.8$	$1.3 - 3.4 = -2.1$
Royaume-Uni	$4.5 - 5.7 = -1.2$	$1.7 - 2.3 = -0.6$	$2.2 - 5.0 = -2.8$
Japon	$1.4 - 0.0 = 1.4$	$0.9 - 0.5 = 0.4$	$0.5 - 2.3 = -1.8$
Etats-Unis	$4.3 - 6.7 = -2.4$	$1.8 - 4.2 = -2.4$	$2.3 - 5.2 = -2.9$

*Le multiplicateur keynésien* On désigne par là le mécanisme macro-économique selon lequel un supplément de dépense publique entraîne finalement un accroissement plus que proportionnel de la production totale de l'économie (PIB). Pour un participant, qui fait référence à des travaux de la Cour des comptes, cet effet multiplicateur s'est amoindri en France dans les années récentes : la politique budgétaire est devenue moins efficace. L'invité confirme qu'il existe un courant de pensée allant dans ce sens : ceux qui ont développé cette idée en ont déduit qu'on pouvait faire des politiques budgétaires restrictives sans nuire à la croissance, voire en la favorisant ! (multiplicateur négatif). En 2010 encore, le Fonds monétaire international conseillait à des pays de ramener leur dette publique à 60 % du PIB en affirmant que cela ne leur coûterait rien en activité. En réalité, l'invité en est convaincu, le multiplicateur reste positif, et des politiques budgétaires restrictives, surtout si elles sont simultanées dans plusieurs pays de la même zone, ont un fort effet dépressif.

*L'endettement public évince-t-il l'endettement privé ?* Pour un participant, un déficit budgétaire supplémentaire qui ne serait pas financé par de la création de monnaie serait inopérant, car il ne ferait que déplacer de l'argent qui sinon serait allé à l'investissement privé. Pour l'invité, ce point de vue est théoriquement erroné : il n'existe pas d'épargne préalable qui irait à tel ou tel forme d'investissement ; c'est l'investissement qui crée l'épargne. L'invité estime que dans une situation où, malgré la faiblesse des taux d'intérêt, les entreprises hésitent à s'endetter et où les banques hésitent à prêter, on a besoin de la dépense publique pour rétablir une croissance susceptible de changer les comportements des acteurs privés. C'est la manière dont fonctionnent les économies développées.

*Exemple :* au Japon, aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, après la crise de 2008-2009, la dette publique a fortement augmenté. La France a aujourd'hui une dette publique de 2 000 milliards sur laquelle on paye 44 milliards d'intérêts ; on peut la considérer comme une dette perpétuelle renouvelée chaque année à des taux qui restent bas. Le déficit public annuel est de l'ordre de 88 milliards : les intérêts de la dette ne saturent donc pas ce déficit, dont une partie peut être utilisée pour investir et relancer l'économie. La dette publique actuelle ne pèse pas sur nos capacités d'investir.

*Que pensent les économistes allemands ?* Un participant se demande si les analyses économiques keynésiennes existent aussi outre-Rhin. L'invité, qui collabore avec de nombreux économistes allemands, constate que leurs analyses divergent. Certains veulent imposer le respect absolu du pacte budgétaire européen, défendent les politiques budgétaires restrictives et mettent l'accent sur la nécessité de réformes structurelles : c'est le sens d'un manifeste signé récemment par 140

économistes allemands. D'autres estiment que les pays du Sud comme la Grèce ou le Portugal devraient sortir de la Zone Euro, au moins temporairement. D'autres enfin voient dans la politique suivie en Allemagne entre 1997 et 2007 (baisse des salaires par rapport à la productivité du travail) la source des déséquilibres actuels en Europe et rejoignent donc certaines analyses de l'invité : mais on doit reconnaître qu'ils sont minoritaires. L'Allemagne étant au plein emploi n'éprouve pas le besoin de relancer.

### Que s'est-il passé ?

Plus exactement : comment est-on arrivé là ? Un participant s'interroge sur le début de la période préparatoire à la mise en place de l'euro, vers 1995-1997. Rétrospectivement, avait-on raison de poser les critères de déficit public et de dette publique ? Certains pays ont triché avec ces critères pour entrer dans la zone euro : ont-ils finalement fait un mauvais calcul ?

Pour l'invité, on s'est effectivement trompé au moment de la création de la monnaie unique. Les critères de déficit et de dette ont porté uniquement sur le secteur public, alors que c'est du secteur privé que sont venus les problèmes des années 2000 : bulles immobilières, croissance démesurée du secteur financier. Les Allemands, en échange de l'abandon du mark, tenaient à trois choses seulement : que la Banque centrale soit indépendante, qu'elle ne puisse pas garantir les dettes publiques, que les déficits publics soient limités. Les Français et les Italiens ont été très contents d'obtenir leur arrimage au mark à si bon compte.

On a donc créé une monnaie unique entre des pays dont les stratégies économiques étaient très différentes : par exemple, l'Italie et le Portugal avaient des phases de croissance avec inflation suivies de dévaluations. Il aurait fallu qu'en 1997 on dise clairement qu'on allait appliquer une politique économique concertée, tenant compte des différences entre les pays : tâche très difficile !

En ce qui concerne la Grèce et l'Italie, l'essentiel n'est pas dans la tricherie initiale par rapport aux critères de Maastricht, mais dans les politiques économiques ultérieures insoutenables que ces pays ont adoptées : ainsi entre 1997 et 2007 la Grèce a connu la plus forte croissance de la Zone Euro, mais en laissant se creuser un déficit extérieur considérable (près de 15 % de son PIB en 2007).

### Que se passe-t-il maintenant ?

Trois pays ont été évoqués pendant le débat : l'Allemagne, la Finlande et la France.

Qu'est-ce qui fait la force de la croissance allemande ? demande une participante. Est-ce sa demande interne ou ses exportations ? S'agit-il de produits nouveaux ou classiques ? L'invité n'ignore pas les avantages de la spécialisation de l'Allemagne dans le secteur des biens d'équipement, dont les pays en décollage économique ont grand besoin. Mais pour lui, la bonne situation actuelle de l'Allemagne provient surtout du fait qu'elle a compris la première que dans une zone à change fixe comme la zone euro, un pays pouvait gagner un avantage en faisant de la « déflation compétitive » (voir plus haut). Elle a pu utiliser comme sous-traitants des pays d'Europe centrale (Slovaquie, Pologne, Tchéquie) où la main-d'œuvre est à coût réduit ; à cela s'est ajoutée une immigration en provenance de l'Est. Mais peut-être l'Allemagne mange-t-elle actuellement son pain blanc : son économie n'est pas dépourvue de faiblesses (aucun dynamisme démographique, bas taux d'emploi des femmes, infrastructures vieillies, retard sur le numérique).

Un participant attire l'attention sur le cas de la Finlande. Pays « modèle » il y a encore peu d'années du point de vue des critères de Maastricht, la Finlande est en récession depuis 2012, alors que la Suède et le Danemark, qui ne sont pas dans la zone euro, sont en meilleure situation. Peut-on en tirer une leçon de portée générale ? Non, répond l'invité, pour qui l'évolution finlandaise s'explique essentiellement par de mauvais choix techniques de sa grande entreprise Nokia, et par l'excessive spécialisation productive de ce pays : Nokia et pâte à papier.

En ce qui concerne la France, des points positifs ont été notés. La France finance sa dette sur les marchés à un taux historiquement bas : moins de 1 % à dix ans ; seule l'Allemagne fait mieux (0,75 %). Dans une conjoncture où beaucoup de capitaux sont disponibles à l'échelle mondiale



(pays excédentaires, fonds de pension, fortunes...) la France reste un emprunteur sérieux, un placement jugé sans risques. Par ailleurs, son déficit extérieur, quoique préoccupant, reste faible : 2 % de son PIB, c'est moins qu'au Royaume-Uni (4 %) ou aux États-Unis (2,6 %). C'est que beaucoup de pays veulent être excédentaires à l'échelle mondiale : producteurs de pétrole, pays asiatiques, pays d'Europe du Nord... Le déficit extérieur de la France n'est pas catastrophique.

A un participant qui appelait de ses vœux des réformes structurelles en mettant en avant le poids des dépenses publiques dans le PIB (56 %), l'invité a rappelé que les dépenses publiques ne sont pas une composante du PIB. Les fonctions régaliennes de la puissance publique (armée, police, etc.) représentent 12 % du PIB, ce qui nous situe au même niveau que la plupart des pays du monde développé, et bien en dessous des États-Unis (qui ont beaucoup de dépenses militaires) ! Le reste des dépenses publiques sont soit des coûts de production de services profitant aux ménages (éducation, santé), soit des transferts (retraités, familles, etc.) qui permettent aux bénéficiaires d'acheter des biens produits par le secteur privé. Au total, l'activité privée représente, heureusement, 75 % du PIB, et ne manque pas d'espace pour se développer. Ce qui ne veut pas dire qu'il ne faut pas envisager des réformes structurelles pour lutter contre les inefficacités et les gaspillages, dans le privé comme dans le public.

Autre point positif pour l'économie française, souligné dans un très récent rapport de l'OCDE : la France a échappé à la forte croissance des inégalités qui a marqué la plupart des économies développées au cours des dernières décennies.

Au milieu de ces « bonnes nouvelles », un point négatif a toutefois été relevé : la situation de l'immobilier en France, notamment dans les grandes villes. Pour un participant, le niveau élevé des prix de l'immobilier est un facteur aggravant de l'inégalité entre les générations. Ce participant se réjouit donc de leur érosion actuelle : une poursuite de cette tendance pourrait-elle régler le problème ? L'invité note que les tensions sur le marché immobilier sont en partie dues à notre dynamisme démographique : il confirme qu'elles pèsent sur notre compétitivité par rapport à l'Allemagne. Une baisse importante des prix des logements aurait des avantages : une telle baisse est déjà intervenue dans d'autres pays (Irlande).

### Que faire ?

Beaucoup de points de vue se sont exprimés au cours du débat sur ce qu'il conviendrait de faire face à la stagnation/déflation qui s'amorce : on peut les schématiser en quelques formules.

« *Stagnation, pourquoi pas ?* » Certains participants ne sont pas persuadés qu'il faut relancer la croissance. L'un d'eux estime que les Japonais n'ont pas tant souffert de leur longue période de stagnation, que leur niveau de vie a été préservé. Un autre distingue les productions « vertueuses » des productions « néfastes » : à quoi bon une sortie de crise si c'est pour développer de nouveau des bulles immobilières comme en Espagne et en Irlande au début des années 2000, ou pour augmenter les émissions de gaz à effet de serre ? L'invité n'est pas de cet avis : il évoque l'optimisme qui règne en général quand l'activité se développe (les entreprises sont assaillies de clients, et se battent pour avoir des travailleurs ; c'est mieux que l'inverse...) ; il pense que dans l'Europe actuelle, où l'épargne est abondante et les taux d'intérêt bas, il existe des projets « éco-compatibles » dans les transports collectifs, le transport d'énergie, la rénovation urbaine qui ne représenteraient pas de l'argent gaspillé.

« *Changer la monnaie* » Une participante s'interroge : ne pourrait-on garder l'euro seulement comme monnaie « externe », utilisée pour le commerce avec le reste du monde, et restaurer des monnaies nationales à l'intérieur de la zone euro, avec des parités adaptables (retour à un « serpent monétaire ») ? L'invité considère cette hypothèse comme un mythe complet. L'euro deviendrait une monnaie composite, un sas entre les monnaies européennes et le reste du monde : or les marchés ne sauraient pas quelle valeur ce genre de monnaie composite possède réellement, et cela ne

fonctionnerait pas, comme d'autres expériences passées l'ont bien montré (Ecu, Droits de tirage spéciaux). Une monnaie doit être utilisée comme unité de compte pour les prix et les salaires.

Alors, faut-il abandonner l'euro ? La France aurait-elle intérêt à sortir de l'euro ? Si on estime que la création de l'euro ne s'est pas faite de façon correcte (voir plus haut), on peut en effet penser à la dissolution de l'euro pour régler les différentiels de compétitivité. Mais il faut être conscient que cela aurait un coût important à court-moyen terme.

« *Réformes structurelles* » Considérant d'une part que nous ne vivons pas dans un monde « arrêté » - la croissance mondiale avoisine 3,5 % - d'autre part que la France est affectée d'un « formidable malthusianisme » qui compromet la compétitivité de son offre, un participant appelle de ses vœux des réformes structurelles pour diminuer le poids des rentes foncières et du secteur public : il considère que ce serait plus important que des mesures de politique économique, monétaire ou budgétaire. L'invité, après avoir relativisé l'importance du secteur public (voir plus haut) se demande quelles sont les bonnes réformes structurelles permettant de préparer la transition énergétique, de réduire l'importance de la finance et de la spéculation, d'augmenter la démocratie sociale et la démocratie dans les entreprises, de développer notre modèle social, de faire leur place aux pays émergents, etc.

« *Arrêter l'évasion fiscale* » A l'intérieur de l'Europe, une concurrence fiscale prévaut : on s'en préoccupe depuis une trentaine d'années, mais la situation ne s'est pas améliorée. On pense au Luxembourg, à l'Irlande, au taux de l'impôt sur les sociétés en Grande-Bretagne... L'Irlande est peut-être pour l'Union européenne un problème plus sérieux que la Grèce !

En dehors de progrès réels sur les obligations de déclaration imposées aux banques<sup>3</sup>, on ne constate pas de grande volonté politique sur ce point : il faudrait l'unanimité des pays pour adopter des règles communes du genre « taux d'imposition minimal sur les hauts revenus ou sur les bénéficiaires des sociétés », ou pour généraliser la « double imposition des particuliers », comme le souhaite un participant<sup>4</sup>, et surtout pour mettre fin à des pratiques « d'ingénierie fiscale internationale »<sup>5</sup> qui amènent les sociétés européennes à avoir des filiales dans des paradis fiscaux et à adopter des « montages » financiers pour éviter l'impôt<sup>6</sup>.

La France, qui a le taux d'impôt sur les sociétés le plus élevé d'Europe, et qui est un des seuls pays ayant un impôt sur les grandes fortunes, est « en pointe » en ce domaine et a de ce fait du mal à susciter un mouvement de convergence des régimes d'imposition.

« *Mobiliser l'épargne nationale* » Plusieurs intervenants ont évoqué l'épargne des Français. Pourquoi l'État n'emprunterait-il pas directement auprès de ses résidents, demande un participant, qui fait référence au cas du Japon. Dès à présent, le secteur public fait appel à l'épargne des Français, répond l'invité, via les caisses d'épargne ou les contrats d'assurance-vie ; il pourrait le faire plus encore, par exemple en augmentant le plafond des livrets A. En revanche, l'État se refuse à revenir à la souscription de bons du Trésor par les particuliers, jugeant trop coûteuse cette voie de collecte, abandonnée au profit des réseaux bancaires.

---

<sup>3</sup> Déclarations sur les revenus versés à leurs clients en direction des pays d'origine de ceux-ci.

<sup>4</sup> La taxation mondiale des Français, analogue à ce que les Etats-Unis pratiquent pour leurs ressortissants, figurait au programme du Parti socialiste.

<sup>5</sup> Parfaitement légale : on trouve en librairie pour 80 € un traité portant ce titre.

<sup>6</sup> C'est ainsi que Starbucks ne paye pas d'impôt en France parce qu'il achète à un prix élevé son café à une entreprise... suisse ; ou que Jersey est le premier exportateur de bananes...

<sup>7</sup> Le projet d'une « exit tax » a été repoussé par la Commission européenne comme contraire à la liberté d'établissement, valeur fondatrice des traités européens.

« *Le plan Juncker* » Le changement récent des membres et du président de la Commission européenne s'accompagne d'une inflexion de la politique économique, puisque le « plan Juncker » vise à relancer la croissance en Europe par des investissements nouveaux. Plusieurs intervenants se sont interrogés sur la consistance de ce plan. L'invité va jusqu'à évoquer un « numéro de magie » : à partir de la garantie de 16 milliards d'euros de fonds européens, obtenus en rassemblant des crédits non utilisés, à quoi s'ajoutent 5 milliards de fonds propres de la Banque européenne d'investissement (BEI), on constitue un capital de 21 milliards, grâce auquel la BEI pourra consentir trois fois plus de prêts, soit 63 milliards ; l'intervention du secteur financier privé, notamment par des méthodes financières « innovantes »<sup>8</sup> doit permettre de multiplier cette somme par cinq, pour atteindre 315 milliards d'euros. Même si cela se réalise, cela ne représentera que 0,6 point de PIB par an en Europe. Par ailleurs, chaque pays va sans doute proposer des projets qu'il aurait réalisés autrement lui-même, sans intervention européenne : c'est ainsi qu'on propose, en France, la liaison rapide de Roissy-en-France à Paris, ou la construction de la gare Nîmes-TGV. Il ne s'agirait pas alors réellement d'investissements supplémentaires. Ensuite, l'ensemble repose sur la constitution à vaste échelle de Partenariats Public-Privé où les fonds publics prendraient les risques et les fonds privés la rentabilité.

### Un atout, l'Europe ?

Si l'on écarte la rupture dramatique que constituerait un éclatement de la zone euro, la seule perspective restante, pour l'invité, consiste à se battre pour que l'euro fonctionne et favorise la croissance, car on ne peut pas se permettre en Europe dix ans de stagnation/déflation. Et ceux qui croient que les mouvements migratoires internes à la zone (les jeunes Espagnols ou les jeunes Grecs allant travailler en Allemagne) régleront les déséquilibres se font des illusions.

Cela signifie : reconnaître qu'à l'heure actuelle on a besoin de dette publique pour réaliser l'équilibre économique ; et instaurer un véritable gouvernement économique de la zone euro, capable de lutter contre la domination du secteur financier, contre l'optimisation fiscale, et de prendre en compte dans une politique macro-économique coordonnée les différences profondes entre les pays-membres, qui n'ont pas la même structure industrielle, pas le même régime de retraites, pas la même politique d'immigration, et ne font pas les mêmes choix sociaux.

C'est très difficile, voire impossible : mais il faut absolument que cela marche. Et l'existence de l'Europe est un atout pour une telle coordination.




---

<sup>8</sup> Construction de dettes « junior », « senior », etc.