



# La déflation : de quoi s'agit-il aujourd'hui ? \*

Yves Dimicoli

En janvier 2014, face à la décélération des prix dans les pays avancés, en zone euro particulièrement, la Directrice générale du Fonds monétaire international (FMI), Christine Lagarde, déclarait : « Alors que l'inflation reste en dessous de la cible des banques centrales, nous voyons un risque croissant de déflation qui pourrait avoir des conséquences désastreuses sur la reprise » en cours depuis la mi-2009. Elle ajoutait : « Si l'inflation est le génie, alors la déflation est l'ogre qu'il faut combattre avec vigueur ». Qu'en est-il ?

Le mot déflation fait peur, à juste titre. Il fait penser à la « Grande Dépression » des années 1930. Tandis que la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) restait de marbre face aux effondrements financiers, le chômage s'envolait avec une baisse auto-entretenu des salaires et des marges des entreprises, derrière les prix. On pense aussi aux politiques antisociales conduites outre-Atlantique par Herbert Hoover jusqu'en 1932, alors qu'on y dénombrait près de 13 millions de chômeurs, et en Allemagne par le chancelier Brüning, de 1930 à 1932, préparant, avec plus de 6 millions de chômeurs, la victoire ultérieure du nazisme. Et il y a la « déflation Laval » du nom du chef du gouvernement qui, en France en 1935, a conduit une telle politique avant de devenir le plus célèbre des vichystes après Pétain. On parle aussi de déflation pour caractériser la situation d'enlèvement que connaît le Japon depuis les krachs de 1990 à 1992 et dont il n'arrive pas vraiment à sortir, malgré des injections massives de liquidités par la Banque du Japon, l'évolution des salaires demeurant atone (1).

## Spirale déflationniste : un processus auto-entretenu

La déflation se caractérise par un processus auto-entretenu et durable de baisse des prix engendrant une spirale dans laquelle se combinent trois mécanismes (2).

D'abord, les acteurs économiques, particulièrement les ménages, anticipant une baisse continue des prix, tendent à reporter leurs achats de biens durables. Cela

finit par réduire la demande adressée aux entreprises. Escomptant alors de moindres débouchés et une baisse de leurs profits, leurs gestionnaires en restreignent la production, suppriment des emplois, gèlent les salaires. D'où l'augmentation du chômage, la baisse des revenus salariaux et de la demande.

Le deuxième mécanisme a été analysé par l'économiste américain Irving Fisher. Sa théorie de « la déflation par la dette » énoncée en 1933 (3), insiste sur le fait que la déflation augmente le coût réel des dettes. Les agents économiques, cherchant à se désendetter, vendent des actifs afin de récupérer du cash. Ces ventes de détresse exercent alors une pression accrue à la baisse des prix des actifs. Aussi, les débiteurs ont beau se désendetter, le poids de leur dette continue de s'accroître, tandis que les banques resserrent le crédit. Cela entraîne la réduction des investissements des entreprises, des suppressions massives d'emplois, des faillites. En même temps, l'alourdissement de la dette des ménages peut les obliger à accroître leur épargne de précaution, ce qui accélère la baisse de la demande.

Enfin, la déflation rend inefficace la politique de taux d'intérêt de la Banque centrale qui refinance les banques ordinaires. En effet, l'esprit du capitalisme (l'argent pour l'argent) interdit d'envisager que le taux d'intérêt de l'argent prêté (créditeur) puisse être nul ou, pire, négatif. Aucun agent économique « rationnel » n'est censé vouloir, de plein gré, détenir des créances dont le rendement nominal serait nul, puisque c'est là ce que procure la détention de billets de banque. Cette idée

reçue part du principe, dit de « l'épargne préalable », selon lequel tout créancier ne fait que prêter des fonds dont il dispose préalablement, comme c'est la règle sur les marchés financiers. Elle fait donc abstraction du fait que les banques ordinaires créent de la monnaie en accordant des crédits et qu'elles se refinancent en sollicitant la création monétaire « ex nihilo » de la Banque centrale.

Quoi qu'il en soit, dans une telle logique, plus le taux d'intérêt créditeur s'approche de zéro et plus les prêteurs préféreront garder leur avoir sous forme liquide, anticipant une remontée à venir de ce taux. Se crée, alors, une situation de « trappe à liquidité » (4) comme l'avait postulé Keynes dans sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936). Mais même si, nominale, le taux d'intérêt de l'argent prêté atteignait la borne-limite de 0 %, rien ne serait réglé en cas de baisse continue des prix. Imaginons en effet que ceux-ci diminuent à un rythme de 2 % par an. Dans ce cas, le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire corrigé de la variation des prix, serait trop élevé pour les débiteurs si le taux de croissance réel de l'activité est inférieur à 2 %, a fortiori s'il est nul ou, pire, négatif.

Cette rapide description de la spirale déflationniste, derrière laquelle, s'affrontent depuis trois siècles des courants théoriques fondamentaux sur les crises du capitalisme (5), est revenue en force sur le devant de la scène après l'éclatement de la crise financière de 2007-2008. Celle-ci a mis radicalement en cause l'hypothèse d'autorégulation des « marchés financiers efficients » (6) devenue dominante dans les années 1970 avec la généralisation de l'appel des États occidentaux au marché financier pour financer leurs déficits plutôt que le recours à la création monétaire de la Banque centrale décrété définitivement inflationniste.

Pour expliquer ce qui mène à une spirale déflationniste et comment la prévenir, la très influente Banque des règlements internationaux (BRI) (7) appelle à tenir compte du « cycle financier ». Il s'étendrait sur une période pouvant être deux, voire trois fois plus longue que celle du cycle économique conjoncturel de moyenne période (8 à 11 ans) appelé « cycle des affaires », que Marx avait repéré et dont la première analyse systématique fut produite par l'économiste français Clément Juglar (8).

## Inflation financière et déflation sociale

Le cycle financier comporterait cinq phases (9) commençant par un essor de l'activité, après une récession par exemple. Les anticipations de profit étant alors optimistes, les « décideurs » se ruent sur le crédit pour investir, acheter des actifs financiers (actions, obligations...). Cela favorise une hausse des prix de ces actifs jusqu'au boom : le crédit et la spéculation sur les prix des actifs s'emballent car les agents qui en détiennent s'enrichissent et peuvent donc d'autant plus facilement s'endetter pour acheter de nouveaux actifs et accroître la valeur de leur capital et ses revenus. Avec l'augmentation de l'effet de levier des dettes (10) se formeraient des « bulles » spéculatives. Puis, au paroxysme de cette euphorie, le cycle financier se retournerait sous le poids des endettements, poussant à la déflation du marché financier. Les anticipations de profit se renverseraient alors, entraînant un reflux généralisé de l'activité. Tous ceux qui, en phase d'expansion, se sont (sur)endettés chercheraient fébrilement à se désendetter. Avec la res-

triction accrue du crédit des banques, le tout conduirait à la plongée dans une spirale déflationniste.

L'économiste américain Hyman P. Minsky, a beaucoup insisté, contre les néo-classiques, sur le fait que le système capitaliste serait intrinsèquement instable, à cause des variables financières (11). Au paroxysme de l'euphorie conjoncturelle, se développeraient des comportements financiers « à la Ponzi » (12). La « déflation par la dette » finirait par purger le système, au prix d'un fort chômage. S'enclencherait alors une nouvelle période d'expansion... jusqu'à la crise suivante, sauf à ce que les gouvernants dotent le système financier d'un « prêteur en dernier ressort » imposant des règles stabilisatrices, choisissent un dosage macroéconomique (13) adéquat, en bref, « régulent ».

Cette lecture des leçons à tirer des années 1930, portant condamnation du non-interventionnisme des autorités face au risque déflationniste, couplée, dans les années 1980, au constat du poids décisif pris par les variables financières dans le déroulement du cycle des affaires, ont eu deux grandes conséquences. La première concerne le rôle des banques centrales. Elles ont été amenées, comme « prêteurs en dernier ressort » à recourir, en cas de besoin, à des instruments « non conventionnels » (14) censés leur permettre de pallier la perte d'efficacité de la politique monétaire quand le taux d'intérêt directeur s'approche de zéro. La seconde concerne le dosage macroéconomique des États et la réglementation bancaire censés être les meilleurs pour prévenir les risques d'emballlement préparant le retournement du cycle et ainsi assurer la « stabilité financière ».

La Banque des règlements internationaux (BRI), dans son 84<sup>e</sup> rapport annuel déplore que, du fait du « lien tenu entre les cycles économiques et financiers sur de longues périodes » les dirigeants des États sont incités « à se concentrer sur les premiers au détriment des seconds » (15). Pour « dompter la puissance destructrice du cycle financier » (16), il faudrait qu'ils adoptent en matière de finances publiques « une stratégie générale visant à constituer des volants de réserves en phase d'expansion financière, afin de pouvoir y puiser en période de contraction » (17). En matière de politique monétaire, il faudrait « prévoir la possibilité d'opérer un resserrement dès l'apparition de signes d'accentuation des déséquilibres financiers » et cela « même si l'inflation semble maîtrisée à court terme » (18). En matière de politique prudentielle (19), il faudrait, notamment, ajuster « les exigences de fonds propres » des banques dans le sens des accords dits de Bâle III (20), « pour réduire la pro-cyclicité » (21) et les encourager à soutenir en permanence les marchés d'actions et à ne sélectionner que les projets générant le plus et le plus vite du cash.

À plus long terme, souligne la Banque des règlements internationaux, « l'atténuation des points extrêmes du cycle financier nécessite une amélioration des cadres dans lesquels s'inscrivent les politiques budgétaires, monétaires et prudentielles, afin d'apporter une réponse plus symétrique dans la phase d'expansion et de contraction » (22). Autrement dit, pour garantir la « stabilité financière », c'est-à-dire une croissance « stable » des marchés d'actifs financiers, il faudrait, sur une période dépassant celle qui, avec le cycle des affaires, rythme traditionnellement les alternances politiques, rationner les dépenses de services publics et de protection sociale, réserver le crédit et la

création monétaire au soutien des marchés d'actions. La Banque des règlements internationaux semble plaider ainsi pour que, partout, se dégage un consensus politique majoritaire trans-partisan permettant d'inscrire les choix de politique économique et de réglementation bancaire dans la plus longue durée du cycle financier. Et, compte tenu de la mondialisation financière, ces choix devraient alors converger, à l'échelle du monde entier, vers le modèle de règles choisi par le « prêteur en dernier ressort international » en position hégémonique, aujourd'hui les États-Unis avec l'inflation énorme du dollar.

Avec une telle vision, ce n'est pas dans le type de croissance réelle de la productivité du travail et dans les rapports sociaux propres au capitalisme qu'il s'agirait de chercher les causes du cancer financier afin de le combattre. C'est, au contraire, pour les sauvegarder qu'il faudrait prioriser la recherche de la « stabilité financière » et, en pratique, pérenniser dictature des marchés financiers et déflation sociale.

\*\*\*

\*

Marx, au contraire, avait analysé, dans le livre III de son ouvrage majeur, *Le Capital, Critique de l'économie politique*, que les crises de surproduction sont provoquées, fondamentalement, par un excès d'accumulation des capitaux par rapport aux profits, c'est-à-dire la suraccumulation du capital. Il avait posé aussi le problème de la « dévalorisation » du capital (23) comme solution nécessaire de la suraccumulation. Paul Boccara (24) a replacé ces hypothèses fondamentales dans l'analyse de la dynamique historique contradictoire et cyclique du capitalisme en liaison avec les transformations de ses bases technologiques.

### Le type capitaliste de croissance de la productivité en cause...

La suraccumulation résulterait des tentatives de réponses capitalistes à la montée des salaires, après une longue phase de croissance et d'emploi, contre le profit, en remplaçant de manière accélérée les salariés en poste par des machines-outils de plus en plus évoluées. C'est ce type de croissance de la productivité du travail, caractéristique de la révolution industrielle, qui, sollicitant massivement les progrès scientifiques et techniques pour accroître l'efficacité des moyens matériels de production et rejeter des salariés sur le marché du travail, engendrerait l'excès d'accumulation de capital, une surproduction par rapport à l'insuffisance de la consommation salariale et une crise de rentabilité des capitaux.

Les solutions à la suraccumulation de capital consisteraient en la « dévalorisation » d'une partie du capital total (25). Elle permettrait « la poursuite ou la réduction de la mise en valeur des autres capitaux, puis la reprise de l'accumulation de capital globale, en faisant, par exemple, pression sur la valeur des capitaux et des salaires, en entraînant des destructions de capital, en relevant la productivité du travail et l'efficacité des capitaux » (26). La reprise de l'accumulation correspondrait alors à l'issue de la surproduction des marchandises et à la reprise cyclique de la croissance réelle. Cela expliquerait la dynamique historique du capitalisme avec des cycles de moyenne période de huit à onze ans, les cycles des affaires ou « cycles Juglar » se terminant par des dévalori-

sations conjoncturelles de capital, et des cycles de longue période de 48 à 60 ans, dits « cycles Kondratiev » (27) se terminant par des dévalorisations structurelles de capital en liaison avec les conquêtes sociales. La longue phase descendante des cycles Kondratiev, dite de tendances aux difficultés par opposition à la tendance aux essors de la longue phase ascendante, correspondrait à une « crise systémique » comme celle de l'entre-deux guerres.

Paul Boccara souligne qu'« à une suraccumulation relativement durable des capitaux dans la production, correspondent la progression de l'accumulation financière, et aussi de nouvelles technologies, économisant le capital matériel, diminuant le rapport capital/produit ou, en d'autres termes, faisant monter le rapport produit/capital » (28).

Au sortir de la deuxième guerre mondiale, grâce à des dévalorisations structurelles de capital (29) et des conquêtes démocratiques qui, malgré leur ampleur, ont laissé prédominer les critères de gestion et le type de régulation systémique du capitalisme, s'est amorcée la phase longue ascendante d'un quatrième cycle Kondratiev (les Trente glorieuses). Puis, après le tournant des années 1967-1974, s'est déclarée la crise systémique actuelle dont la radicalité appellerait des solutions mettant effectivement en cause la domination du capitalisme vers son progressif dépassement.

Cela tient notamment, à la nouvelle révolution technologique d'ensemble que Paul Boccara a appelée, dès les années 1980, « révolution informationnelle » et que d'autres ont dénommé, ensuite, « révolution numérique » ou « révolution digitale ». Elle engage un processus de remplacement d'activités informationnelles du genre humain, et donc, d'opérations du cerveau hominien, par des machines de plus en plus sophistiquées, comme les ordinateurs. Comme cela a été montré pour les États-Unis (30), elle tend à relever fortement la productivité du travail ainsi que celle des capitaux matériels. Autrement dit, elle permet des économies de travail direct, mais aussi de travail indirect contenu dans les moyens de production, sans parler des économies de matières. Mais, dans le système capitaliste où l'argent doit faire plus d'argent, ces gains de productivité développent le chômage massif durable, le freinage de la demande salariale et, finalement, l'insuffisance des débouchés susceptibles d'absorber les surcroûts de production qu'ils engendrent.

### ...et mis au défi par la révolution informationnelle

En pratique, face aux difficultés montantes de la rentabilité des capitaux au tournant des années 1967-1974, les capitalistes ont eu progressivement recours aux technologies informationnelles, plus économes en moyens humains et matériels. Il en est résulté, dès les années 1980, un mouvement considérablement accru et accéléré de remplacement des humains au travail par des machines, à partir de l'industrie et jusque dans les services. Ce mouvement va, depuis, en s'amplifiant avec l'arrivée à maturité de générations successives de technologies numériques de plus en plus économes en travail et matières consommées (nanotechnologies, biotechnologies, intelligence artificielle...). C'est là l'une des raisons fondamentales pour lesquelles le chômage n'a cessé de s'accroître vivement dans le monde entier, à partir des années 1980 (31).

En même temps qu'explosait le chômage facteur de déflation sociale, progressait l'inflation des marchés financiers de plus en plus mondialisés. Loin d'être un excès du capitalisme qu'il suffirait de « réguler », celle-ci exprime les contradictions du type de croissance capitaliste de la productivité confrontée, désormais, aux défis de la révolution informationnelle.

C'est, d'abord, la multiplication des opérations de fusions et acquisitions des groupes multinationaux qui ne cessent de progresser par vagues successives depuis les années 1980-1990 (32). C'est ainsi que les grands groupes tentent de répondre, de façon monopoliste, aux défis de partage des coûts informationnels, comme ceux, vivement croissants, de la recherche-développement ou de l'attraction et de la fidélisation des salariés les plus hautement qualifiés, sur fond d'insuffisance rémanente de développement des capacités humaines. Et c'est sur les marchés financiers que sont levés les énormes fonds nécessaires à ces dépenses de domination prosaïquement dénommées « opérations de croissance externe ». Ainsi, les multinationales privées, bénéficiant du mouvement mondial de privatisations des secteurs publics nationaux, ont constitué de grands réseaux planétaires de domination (oligopoles) qui leur permettent de mobiliser une efficacité supérieure, avec des partages de coûts et de résultats des recherches, d'équipements, de financements... Mais elles le font, non pour répondre aux besoins de développement de toute l'humanité, mais pour tenter de détruire les rivaux sur le marché mondialisé. C'est aussi, avec les difficultés persistantes de la rentabilité des capitaux dans la production, la fuite vers les placements financiers, la spéculation et, corollairement, la pression inflationniste des prix des actifs financiers et de leurs exigences de rendement pour le relèvement de la rentabilité des capitaux investis dans la production.

Ainsi, pendant quarante ans, a pu se déployer un régime de croissance très antagoniste. Des moyens de production de plus en plus efficaces ont été mis en place. Mais ces progrès d'efficacité ont été acquis par le rejet ou le maintien de centaines de millions de travailleurs dans le chômage et au prix de la surexploitation grandissante de ceux qui y échappaient. Cela n'a cessé de freiner la croissance de la demande solvable nécessaire pour absorber les surcroûts de production qui en résultaient. Cette tendance, accentuée de cycle des affaires en cycle des affaires, a exacerbé la concurrence mondiale: en accélérant la course aux progrès techniques des groupes multinationaux pour dominer; en poussant aux délocalisations vers des pays à bas coûts salariaux, les faisant émerger mais de façon contradictoire (développement très insuffisant des capacités humaines et pression déflationniste accrue sur les pays avancés). Ces processus très antagonistes ont pu se développer pendant une quarantaine d'années grâce au recours massif de tous les acteurs au crédit et à l'endettement qui a permis de repousser dans le temps les limites de la surproduction. Cela a fait redoubler l'inflation du dollar, les accumulations financières et la recherche de revenus financiers pour compenser les charges financières de la croissance externe des groupes et l'envolée des dividendes à verser (coût du capital financier [33]).

Tout cela a fini, cependant, par éclater violemment avec la crise financière de 2007-2008, se prolongeant par la récession mondiale de 2009, puis rebondissant, à partir de 2010, avec la crise des dettes publiques en zone euro.

Ce triple choc, déclenché à partir de gigantesques pertes des banques aux États-Unis et en Europe, va susciter, a contrario des années 1930, l'intervention massive des États, sans précédent en temps de paix, pour les empêcher de s'effondrer. Cela a permis, dans l'immédiat, que ne se reproduise pas la spirale déflationniste de la « Grande dépression ». Mais les rationnements imposés aux services publics et aux dépenses sociales en contrepartie de ces aides publiques colossales ont fini par précipiter les pays avancés dans une profonde récession. Les États ont alors laissé filer les dettes publiques. Les banques centrales ont pris le relais en créant des masses considérables de monnaie et en baissant fortement leurs taux d'intérêt.

Mais tout cela a été consenti sans aucun changement des critères du crédit des banques, ni des critères d'attribution des aides publiques, sans parler des critères de gestion des entreprises. Du coup, il n'y a pas eu reprise endogène de la croissance réelle des pays avancés. Ceux-ci n'ont pu s'arracher au marasme que tirés par l'activité des pays émergents, d'où la montée en flèche des taux d'endettement public des pays avancés et l'éclatement d'une vive spéculation mondiale sur les titres de dette publique des pays les plus endettés de la zone euro à partir de 2010.

\*\*\*

\*

Les tentatives de réponse des dirigeants des pays avancés à cet épisode paroxysmique de la crise systémique ont fini par peser sur la croissance des pays émergents, tandis que la zone euro s'est enlisée dans une stagnation dont elle a d'énormes difficultés à s'extraire.

La BCE a suivi une trajectoire longtemps différente de celle de la Réserve fédérale des États-Unis (Fed), avec des conséquences particulièrement dramatiques pour la zone euro.

### Le coup de semonce européen

Alors que les deux économies enregistraient des taux de croissances analogues jusqu'à la mi-2009, les États-Unis ont pris, depuis, une avance telle que s'est creusé un différentiel atteignant 14 % avec la zone euro fin 2014. Le différentiel de taux de chômage atteignait 5,5 %, ce qui à l'échelle de l'Europe représente 9 millions de chômeurs en plus, soit presque l'équivalent du nombre d'emplois créés par les États-Unis sur cette période (10 millions) (34). C'est que la Fed, elle, a abaissé, dès le 16 décembre 2008, son taux d'intérêt directeur à 0,25 % pour le maintenir, depuis, à ce niveau. Elle a aussi allègrement fait « marcher la planche à billets » avec trois programmes successifs d'assouplissement quantitatif consistant en achats massifs (4 200 milliards de dollars) de titres de dette, publique notamment, dès leur émission. Cela a permis une détente des taux d'intérêt à long terme et une relance très forte des marchés d'actions favorisant des méga-fusions d'entreprises et de multiples rachats par les sociétés cotées de leurs propres actions (35). Simultanément, le taux de change du dollar s'est déprécié, notamment vis-à-vis de l'euro, et en termes effectifs (36), accroissant la compétitivité-prix des exportations américaines (37) au détriment, en particulier, des concurrents sud-européens, France comprise.

Mais cette forte relance de la croissance financière, accompagnée d'une réforme bancaire ne changeant rien de décisif, s'est doublée d'une reprise de la croissance réelle. Cela a été rendu possible grâce aux privilèges du dollar qui est à la fois monnaie nationale des États-Unis et monnaie commune mondiale de fait. Cela permet à ce pays de s'endetter auprès du reste du monde et de rembourser en émettant de nouveaux dollars, c'est-à-dire de nouvelles reconnaissances de dette. Elles ont pu être absorbées parce que la Chine, premier créancier, les a acceptées jusqu'ici. Au total, cette double reprise, financière et réelle, impulsée par une très grande expansion monétaire renchérissant l'inflation du dollar, a été acquise au prix d'un recul de l'efficacité de la zone euro prise comme un tout.

Pourtant, du fait, sans doute, des économies de travail permises par les nouveaux investissements informationnels dans le privé et de la mise en cause de l'emploi public, cette modernisation accrue de la base technologique des États-Unis s'est accompagnée d'un redémarrage net de l'emploi plus tardif que lors des précédents cycles conjoncturels. Il a été souvent associé à la création d'emplois à coût salarial abaissé relativement aux emplois détruits, ainsi qu'au maintien d'un volant beaucoup plus important de chômeurs de longue durée, tandis que plus de capacités de production demeuraient plus longtemps inemployées. Cela n'a cessé d'exercer une pression déflationniste sur les salaires, tandis que la politique budgétaire demeurait très restrictive pour le développement des capacités humaines, malgré la réforme timide du système de santé américain par Obama. Cela a alimenté l'insuffisance de la demande intérieure et une décélération des prix. Autrement dit, la suraccumulation de capitaux matériels et financiers a été vivement relancée outre-Atlantique. Toutes choses restant égales par ailleurs (38), elle pose la nécessité pour les États-Unis de trouver à l'extérieur les débouchés permettant d'absorber la surproduction qui en résulte, tout en faisant en sorte que Wall Street continue de progresser sans à-coups. Cela peut expliquer les hésitations de la Fed à relever son taux d'intérêt, alors même que, ayant mis fin à son dernier programme d'assouplissement quantitatif, juste avant que la BCE engage le sien, le dollar tend à remonter, par rapport à l'euro notamment, ce qui freine l'essor des exportations américaines et accentue la tendance à la baisse des prix intérieurs outre-Atlantique.

En zone euro, les États sont aussi intervenus massivement pour soutenir les banques face au risque d'effondrement (39). Mais la BCE, les yeux de son président d'alors (40) rivés sur le taux d'inflation des prix à la consommation (IPCH) (41) a commencé, elle, par relever son taux directeur de 4 % à 4,25 % en juillet 2008 ! Face à l'éclatement, à partir de la Grèce, de la crise des dettes publiques en 2010, les dirigeants européens ont eu alors pour souci constant, sous l'aiguillon de Berlin, de protéger la BCE de toute pression susceptible de l'obliger à créer de la monnaie pour financer des dépenses publiques ou monétiser des dettes publiques (42). Et celle-ci a eu pour priorité de faire se redresser la profitabilité des banques, principales détentrices des titres de dette publique, dans un contexte de paralysie du crédit. Des politiques d'austérité ravageuses, en Europe du sud particulièrement, ont été décidées, en contrepartie de la mise en place de dispositifs dits de sauvetage (43) branchés sur les marchés financiers et imposant aux pays « bénéficiaires » de

détruire les services publics, de privatiser et de baisser radicalement le coût du travail. Une contagion déflationniste s'est propagée à partir des pays du sud de la zone euro du fait d'une concurrence fratricide sans précédent avec la mise en œuvre de dévaluations internes. Et les soutiens publics aux investissements privés, par baisse du coût du travail, ont visé à encourager la conquête de parts de marché extérieurs au détriment des voisins, l'Espagne ayant dégainé la première.

L'indice des prix à la consommation de la zone euro (IPCH) s'est mis à décélérer jusqu'à passer en territoire négatif, de décembre 2014 à mars 2015, soulignant la folie du redoublement des effets déflationnistes des investissements informationnels, s'ils ne sont pas accompagnés d'un progrès de la demande, par les politiques d'austérité qui dépriment la demande. La remontée des taux d'intérêt réels que cela a entraîné n'a fait que pérenniser la paralysie du crédit, sensible dans le sud de la zone, et le retard énorme de l'investissement. Car le poids des endettements publics et privés dans le PIB de la zone a continué de croître.

Les capitaux dominants allemands ont pu échapper à ces dévalorisations conjoncturelles grâce à plusieurs facteurs : des importations contenues par une démographie déclinante ; une industrie préservée, jouissant d'un rapport encore efficace aux banques, capable de répondre à la demande des pays émergents ; une division internationale des processus de production appuyée, à l'est, sur des « pays-ateliers » dotés de mains-d'œuvre qualifiées à bas coût salarial ; un taux de change effectif de l'euro beaucoup plus favorable que pour les autres pays membres de la zone. Cela lui a permis d'accumuler, à partir d'excédents commerciaux considérables, d'énormes créances sur ses partenaires sud-européens, France comprise, qui ont lourdement contribué au déclenchement de tendances déflationnistes.

Ce n'est que confrontée à la fragmentation de la zone euro, au rationnement persistant du crédit, à l'exacerbation de la crise mettant en danger la monnaie unique elle-même et à la montée des luttes, que la BCE a été contrainte de transgresser progressivement ses dogmes monétaristes, jusqu'à emprunter tardivement une voie non conventionnelle. Mais elle l'a fait en refusant de se comporter en « prêteur en dernier ressort » des États et, malgré des bougés suggestifs, sans rien changer de fondamental aux conditions de l'offre de monnaie centrale et aux critères du crédit des banques (44). Cela a eu une double conséquence. Les cours boursiers se sont envolés en zone euro (45), gonflant les revenus financiers du capital dont les détenteurs auront été les vrais bénéficiaires de la décélération des prix à la consommation. Simultanément, le taux de change de l'euro s'est déprécié, notamment vis-à-vis du dollar (46), pour favoriser l'essor des profits des exportateurs vers la zone dollar et importer de l'inflation.

## Changer de paradigme

Des éléments fragiles de reprise sont désormais à l'œuvre en zone euro, après des années de recul ou de stagnation. On compte sur les faibles taux d'intérêt, la baisse des prix du pétrole, celle du taux de change de l'euro et sur une relance monétaire en Chine pour anticiper un nouveau cycle de croissance sans avoir du tout à changer l'orientation fondamentale des politiques économiques,

des gestions et des financements sur la zone. Et le plan Junker prétend relancer l'investissement.

En pratique, si la reprise à l'œuvre se confirme, elle serait pauvre en emplois et en masses salariales, très dépendante du bras de fer engagé entre le dollar et l'euro, et sans cesse menacée par une remontée des taux d'intérêt. Le rebond éventuel des investissements réels ne feraient qu'accroître la suraccumulation mondiale de capital matériel et financier, à laquelle contribuent désormais aussi les pays émergents, avec des risques grandissants d'un nouvel éclatement plus dévastateur qu'en 2007-2008.

Le passage en territoire négatif de l'indice des prix en zone euro résonne comme un sérieux coup de semonce soulignant l'urgent besoin de changer radicalement de paradigme face aux risques de déflation (47). ■■■

(\*) Article à paraître dans la revue *la Pensée*.

(1) La Banque centrale du Japon a décidé, à partir de 2013, d'injecter chaque année de 60 000 à 70 000 milliards de yens. Elle a porté ce montant à 80 000 milliards à partir d'octobre 2014. La déflation s'est enracinée de 1999 à 2012, avec une baisse moyenne des prix de 0,3 % par an entre 1998 et 2012 (Évelyne Dourille-Feer, « La difficile sortie de la déflation du Japon », *CEPII- Le Blog*, 11 septembre 2014).

(2) Banque de France: « Déflation ou désinflation? », *Focus* n° 3, 22 janvier 2009.

(3) Irving Fisher: « The Debt Deflation of Great Depression », *Econometrica, journal of the Economic Society* (1933), p. 337-357. Traduction française dans *Revue française d'économie*, 1988, vol.3, n° 3-3, p. 159-182.

(4) La Banque centrale devient incapable de stimuler l'économie par voie monétaire. Le taux d'intérêt est tellement bas, que même si elle augmente l'offre de monnaie, les individus préfèrent détenir du liquide plutôt que d'acheter des obligations. Cette hausse de l'offre de monnaie n'a donc aucune influence sur le taux d'intérêt.

(5) Pour en prendre la pleine mesure, on se reportera à l'ouvrage absolument fondamental de Paul Boccara, *Théories sur les crises la suraccumulation et la dévalorisation du capital*, premier volume, Éd. Delga, 2013, 559 p.

(6) William Forsyth Sharpe, « Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk », *Journal of Finance*, 19 (3), 1964, pp. 425-442.

(7) Banque des règlements internationaux, *84<sup>e</sup> rapport annuel*, 24 juin 2014. On se reportera notamment à son chapitre IV, intitulé « Dette et cycle financier: perspectives nationales et mondiales », p. 71-88.

(8) Clément Juglar, *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis* (1862; 2<sup>e</sup> édition: 1889).

(9) Charles Kindleberger, *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Valor Éditions, Paris 2006.

(10) L'effet de levier désigne l'utilisation de l'endettement pour augmenter la capacité d'investissement ou de placement d'une entreprise, d'un organisme financier ou d'un particulier et l'impact de cette utilisation sur la rentabilité des capitaux propres investis. Il augmente la rentabilité des capitaux propres tant que le coût de l'endettement est inférieur à l'augmentation des résultats obtenus grâce à ce dernier. Dans le cas inverse il devient négatif.

(11) Hyman P. Minsky, *L'hypothèse d'instabilité financière*, Diaphanes, coll. « Minima oeconomia », 2013, 78 p.

(12) Un système de Ponzi, du nom de l'escroc qui mit en place une opération basée sur ce principe dans les années 1920, est un montage financier qui consiste à rémunérer les investissements des clients par les fonds apportés par les nouveaux arrivants. Il s'écroule quand les sommes procurées par ces derniers ne suffisent plus à couvrir les rémunérations des clients. C'est ce qui s'est produit avec le scandale Madoff (12 décembre 2008).

(13) Ce terme désigne la façon de combiner au mieux les principaux moyens d'action traditionnels de la politique économique (la politique

budgétaire et la politique monétaire), en fonction de la position dans le cycle des affaires.

L'anglicisme « *policy mix* » est généralement employé par les économistes pour la désigner.

(14) Il s'agit de la création monétaire massive avec un « assouplissement quantitatif » (quantitative easing), et aussi de l'engagement ferme et public de la Banque centrale de maintenir son taux directeur à un niveau très bas, voire nul, pendant une période de temps significative (forward guidance). Ces mesures peuvent être combinées à l'élargissement par la Banque centrale de la gamme des crédits à l'économie qu'elle refinance et à l'achat direct, par elle, de titres représentatifs de crédits à l'économie.

(15) *Op. cit.*, p. 75.

(16) *Ibid.* p. 23.

(17) BRI, *op. cit.*, p. 21.

(18) *Ibid.*, p. 21.

(19) Ensemble des règles régissant la « bonne conduite » des banques prétendant éviter des faillites en cascade et des paniques bancaires.

(20) Les Accords de Bâle III du 16 décembre 2010 prétendent renforcer le système financier, à la suite de la crise financière de 2007-2008, en imposant aux banques des niveaux de capitaux propres et une gestion de la liquidité et des risques telle que, au total, elles accroissent leur dépendance et leur soutien vis-à-vis des marchés financiers et boursiers.

(21) C'est-à-dire la tendance à aller dans le sens du cycle.

(22) *Ibid.*

(23) Le terme est de Paul Boccara.

(24) On se reportera notamment à Paul Boccara, *La crise systémique: une crise de civilisation, ses perspectives et des propositions pour avancer vers une nouvelle civilisation*, note de la Fondation Gabriel Péri, décembre 2010, 45 p. Elle reprend et développe une audition au Conseil économique, social et environnemental du 16 septembre 2010.

(25) Trois types de solution par dévalorisation se combineraient avec des capitaux rapportant un profit nul, des capitaux se valorisant à un taux réduit et d'autres, enfin, se mettant en valeur de façon négative.

(26) Paul Boccara, *Théories sur les crises, la suraccumulation et la dévalorisation du capital*, 1<sup>er</sup> volume, Éd. Delga, Paris, 2013, p. 23.

(27) Du nom de l'économiste soviétique Nikolaï Kondratiev qui émit l'hypothèse de l'existence de ces cycles longs à partir de l'observation de séries chronologiques des prix de gros au Royaume-Uni et aux États-Unis de 1790 à 1920.

(28) *Op. cit.*, p. 10.

(29) Comme, en France, la conquête de la Sécurité sociale, la création d'un vaste secteur public avec les nationalisations, l'enseignement secondaire gratuit, la bonification publique des crédits à l'investissement permettant de mobiliser la création monétaire de la Banque de France via le canal des banques...

(30) Le graphique publié par Paul Boccara dans la note déjà citée (p. 13) représentant l'évolution du rapport Produit/Capital aux États-Unis de 1929 à 2008 est particulièrement parlant.

(31) L'organisation internationale du travail (OIT) a recensé officiellement près de 202 millions de chômeurs en 2013, contre 178 millions en 2007. Ils pourraient être 215 millions en 2018! Cela signifierait que, même si la croissance mondiale s'accélère dans les deux années qui viennent, comme on l'anticipe généralement, le nombre de chômeurs dépasserait celui de 2009 (212 millions), année de récession mondiale (*Tendances mondiales de l'emploi 2014: vers une reprise sans créations d'emplois? 21 janvier 2014*).

(32) Leur montant global est ressorti à 3 270 milliards de dollars en décembre 2014, en hausse de 40 % sur 2013. C'est le niveau le plus élevé depuis 2007, année de boom conjoncturel, où il avait atteint le sommet historique de 4 120 milliards de dollars. On se reportera à Anas Boumedian, « M&A: l'essor des fusions et acquisitions en 2014 », *Zone-bourse, Économie/Forex*, 24 décembre 2014. Y est présenté un graphique montrant la forte corrélation entre la valeur des fusions-acquisitions est l'indice mondial des capitalisations boursières, lequel s'est envolé.

(33) On se reportera au dossier « *Coût du capital* » de la revue *Économie et Politique* de novembre-décembre 2013 (712-713).

(34) Nicolas Goetzmann, « 2008-2015, le match Fed contre BCE: les chiffres pour méditer sur le coût de l'immobilisme européen », *Atlantico.fr*, 19 mars 2015.

(35) L'indice boursier S&P 500 est passé d'un minimum de 683,4 points le 6 mars 2009 à 2 122,73 points le 16 mai 2015.

(36) Le taux de change effectif est le taux de change d'un pays ou d'une zone monétaire, mesuré comme une somme pondérée des taux de change avec les différents partenaires commerciaux et concurrents du pays ou de la zone.

(37) Michel Dupuy, « Les effets des politiques de Quantitative Easing sur le taux de change : les enseignements de l'expérience américaine », *Larefi Working Papers*, Université de Bordeaux 4, n° 2013-02, janvier 2013, 28 p.

(38) Et, en particulier, la faiblesse insigne des services publics et, malgré la réforme Obama pour la santé, de la protection sociale. Leur essor permettrait un progrès de la demande intérieure, mais aussi un accroissement endogène de la productivité globale.

(39) La Commission européenne, entre octobre 2008 et octobre 2011, « a approuvé environ 4 500 milliards d'euros d'aides d'État en faveur des établissements financiers (soit 37 % du PIB de l'Union européenne) », ce qui a « grevé lourdement les finances publiques » (Communiqué de presse du 6/06/2012).

(40) Il s'agissait alors du français Jean-Claude Trichet.

(41) La Banque Centrale Européenne a pour objectif principal la stabilité des prix, avec comme référence, selon le Traité de Lisbonne, « une progression inférieure à, mais proche de 2 % » par an.

(42) Ce qu'interdit l'article 123-1 du Traité de Lisbonne, la BCE n'ayant la possibilité de se comporter en « payeur en dernier ressort » que vis-

à-vis des institutions financières, y compris les institutions financières publiques (article 123-2).

(43) Approuvé en réponse à la crise de la dette dès mai 2010 par les 27 pays membres de l'Union européenne, le Fonds européen de Stabilité Financière (FESF) (fond de créances) fournit une assistance financière très conditionnelle aux États de la zone euro en difficulté. Il a été complété par le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), à destination de l'ensemble des 27 pays de l'Union européenne et garanti par le budget de la Commission européenne. Ces deux dispositifs, recourant aux marchés financiers, ont été fusionnés et remplacés par le Mécanisme européen de stabilité (MES) qui peut lever des fonds sur les marchés financiers pour un montant allant jusqu'à 700 milliards d'euros, afin d'aider, sous conditions très drastiques, des États en difficulté, et de participer à des sauvetages de banques privées.

(44) On se reportera aux articles de Denis Durand dans la revue *Économie et Politique* de janvier-février 2015 (726-727).

(45) L'indice « euro stoxx 50 » a progressé de 27,3 % entre le 13 juillet 2014 (dernier point bas) et le 13 avril 2015 (plus haut).

(46) L'euro a baissé de 23,35 % vis-à-vis du dollar du 3 juin 2014 au 13 mars 2015

(47) On se reportera à la note, déjà citée, de Paul Boccara pour la Fondation Gabriel Péri, ainsi qu'à son ouvrage, *Le Capital de Marx, son apport, son dépassement au-delà de l'économie*, Le Temps des Cerises, 2012, 173 p.