

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

8 septembre 2011 – N° 668

La vraie déflation : quand la dette n'arrive pas à baisser aussi vite que les prix d'actifs

Un pays est vraiment en déflation lorsque les ménages et les entreprises, initialement surendettés, se désendettent mais que les prix des actifs baissent plus vite que leur dette. Malgré le désendettement, la richesse nette du secteur privé continue à diminuer, sa solvabilité à se dégrader. Sa demande de biens et d'actifs continue alors à se réduire, ce qui entretient la baisse des prix des actifs et cette dynamique déflationniste. La seule solution de politique économique est alors probablement une politique monétaire très non-conventionnelle et non de Quantitative Easing basique, permettant de stabiliser le prix des actifs (comme le QE1 et non le QE2 aux Etats-Unis). Cette situation s'observe au Japon depuis les années 1990 et aux Etats-Unis depuis la faillite de Lehman.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

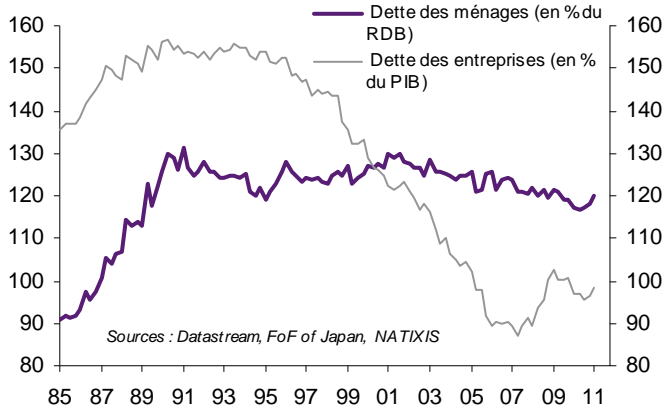
Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

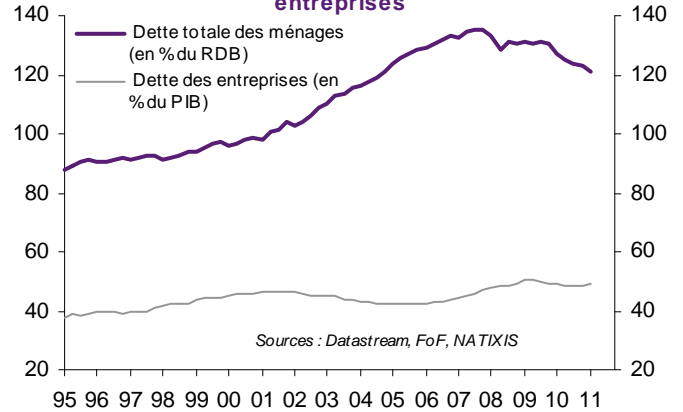
Point de départ : le surendettement

Nous allons regarder la **situation du Japon depuis le milieu des années 1980 et des Etats-Unis depuis le milieu des années 1990**. Au point de départ du problème, il y a dans les deux cas le surendettement des ménages et des entreprises, accumulé dans la seconde moitié des années 1990 aux Etats-Unis (**graphiques 1 a – 1 b**).

Graphique 1 a
Japon : dette des ménages et des entreprises

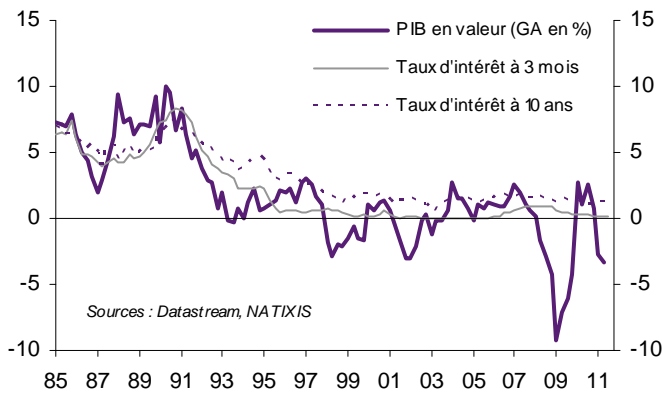


Graphique 1 b
Etats-Unis : dettes des ménages et des entreprises

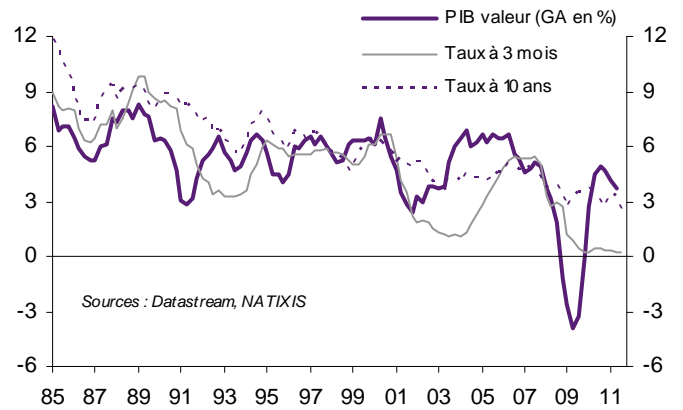


L'excès d'endettement est dû aux **politiques monétaires très expansionnistes** qui ont été mises en place (**graphiques 2 a – 2 b**) et qui ont aussi favorisé la **hausse des prix des actifs** (**graphiques 3 a – 3 b**).

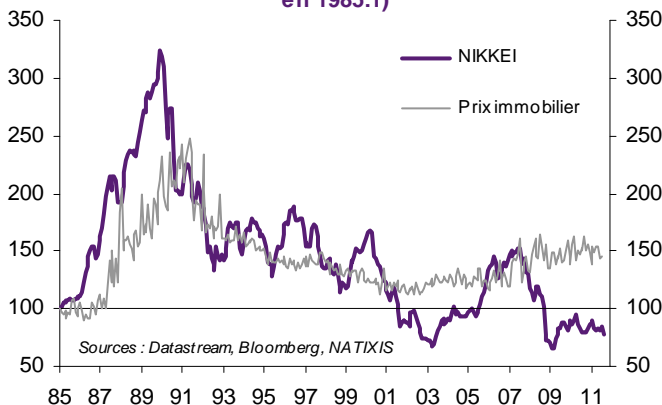
Graphique 2 a
Japon : PIB en valeur et taux d'intérêt



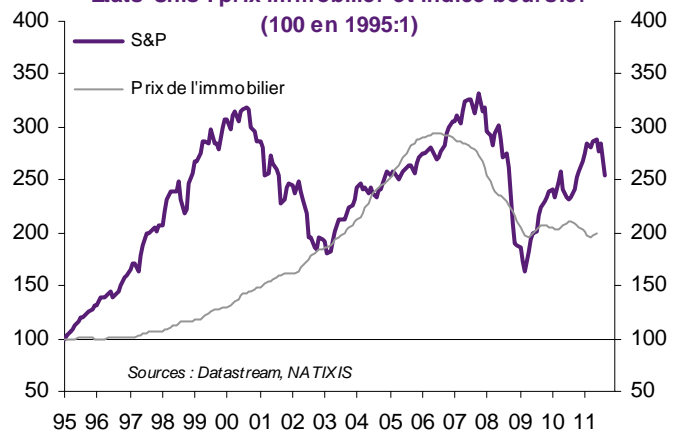
Graphique 2 b
Etats-Unis : PIB valeur et taux d'intérêt



Graphique 3 a
Japon : indice boursier et prix immobilier (100 en 1985:1)

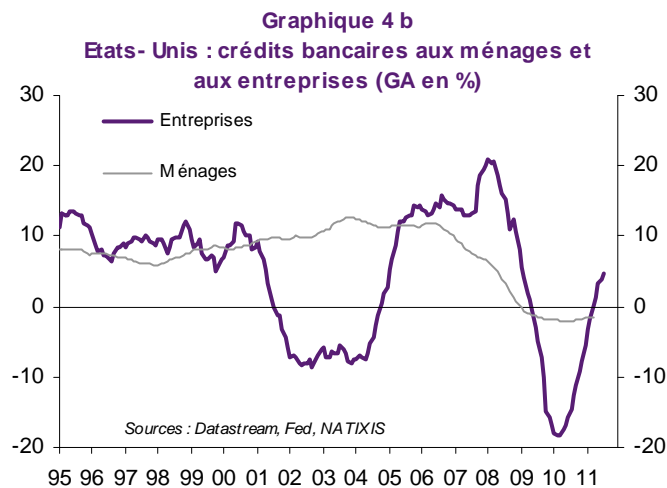
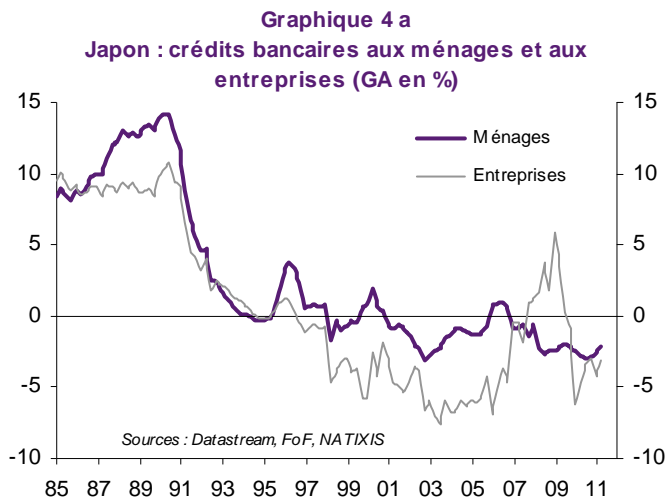


Graphique 3 b
Etats-Unis : prix immobilier et indice boursier (100 en 1995:1)



Les taux d'intérêt ont été inférieurs au taux de croissance au Japon de 1987 à 1990 (**graphique 2 a**), aux Etats-Unis, le plus souvent depuis 1992 (**graphique 2 b**).

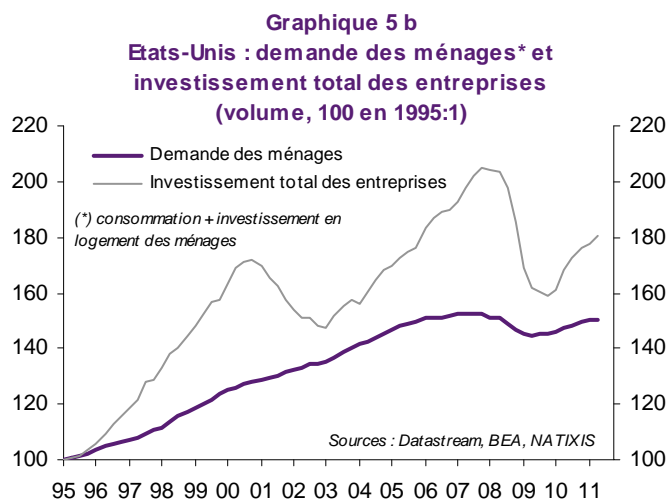
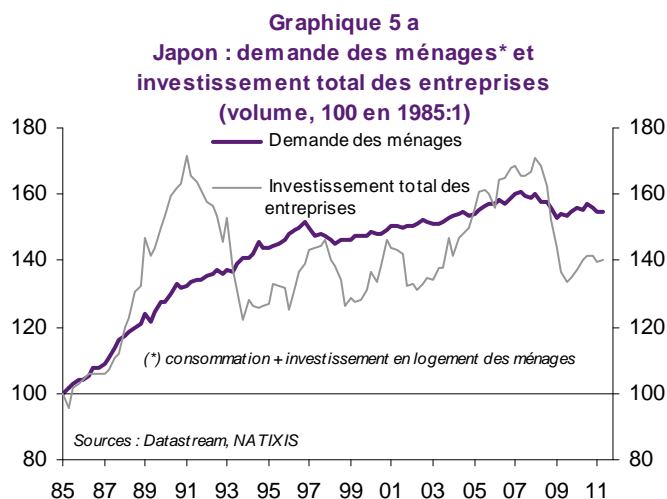
Lorsque la politique monétaire devient plus restrictive (1990-91 au Japon, 2000 puis 2007 aux Etats-Unis), **l'excès d'endettement des ménages et des entreprises apparaît et ils doivent se désendetter (graphiques 4 a - 4 b)**.



Mais c'est ici que la dynamique « vraiment déflationniste » peut apparaître.

La dynamique « déflationniste »

Le désendettement du secteur privé **affaiblit évidemment la demande intérieure depuis 1996 au Japon, depuis 2007 aux Etats-Unis (graphiques 5 a - 5 b), ce qui peut créer une dynamique déflationniste**. avec le freinage des salaires, depuis 1996 au Japon, depuis 2004 aux Etats-Unis (**graphiques 6 a - 6 b**), le freinage de l'inflation, depuis 1994 au Japon, 2002 puis 2008 aux Etats-Unis (**graphiques 7 a - 7 b**).



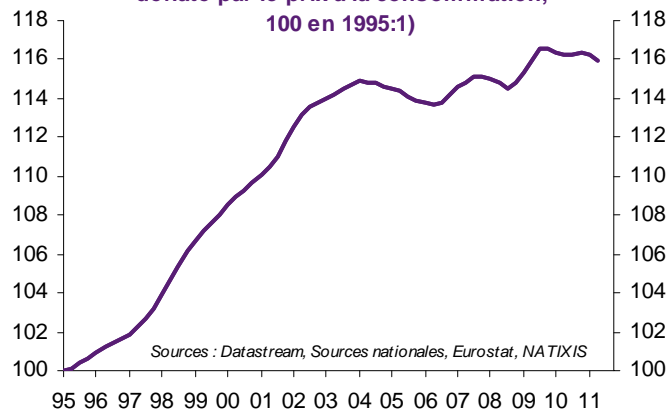
Graphique 6 a

Japon : salaire réel par tête (déflaté par le prix à la consommation, 100 en 1985:1)



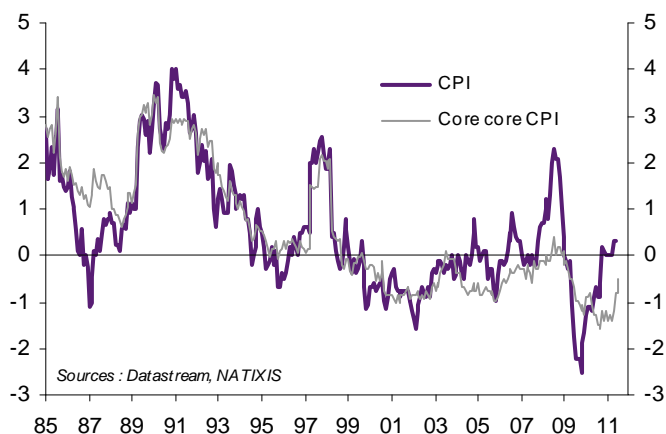
Graphique 6 b

Etats-Unis : salaire réel par tête (hors bénéfices, déflaté par le prix à la consommation, 100 en 1995:1)



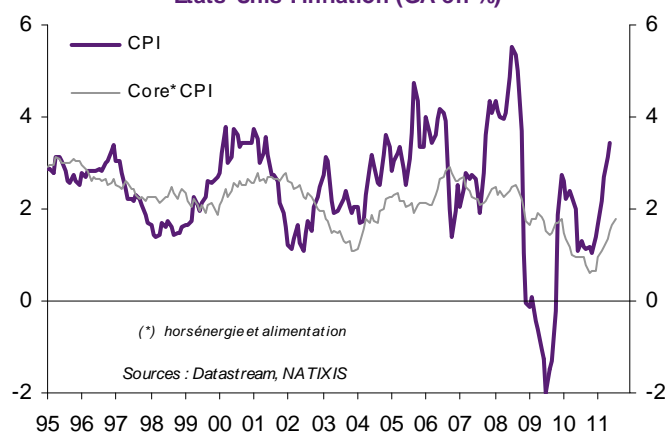
Graphique 7 a

Japon : inflation (GA en %)



Graphique 7 b

Etats-Unis : inflation (GA en %)



Mais nous appelons « vraie déflation » une situation où le désendettement ne réussit pas en raison de la baisse du prix des actifs.

La dynamique
« vraiment déflationniste »

La situation devient plus grave avec la dynamique « vraiment déflationniste » puisque, bien que les ménages et les entreprises essaient de se désendetter, les prix des actifs baissent plus vite que leur dette, et le ratio dette/richeesse continue à augmenter, ce qui veut dire que la richesse nette et la solvabilité continue à se dégrader.

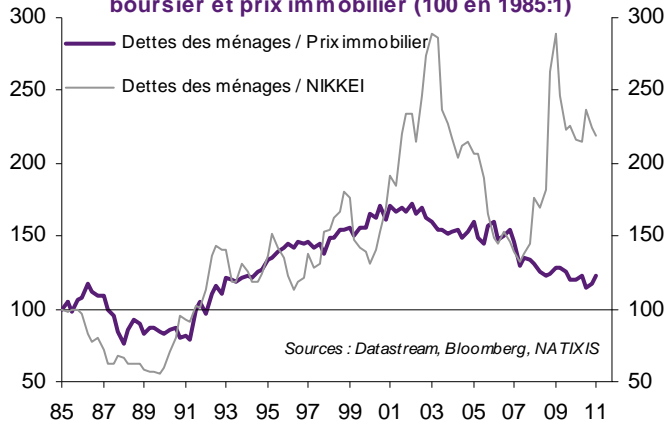
Ce ratio a surtout du sens dans les pays où la richesse, et en particulier la richesse immobilière, sert de collatéral au crédit, ce qui est le cas aux Etats-Unis et au Japon.

Regardons l'évolution des ratios dette/prix des actifs et dette/richeesse aux Etats-Unis et au Japon après le début de la crise déflationniste.

Au Japon, (graphiques 8 a – 8 b – 8 c), le ratio dette des ménages/prix de l'immobilier augmente jusqu'en 2001, le ratio dette des ménages/richeesse immobilière augmente jusqu'en 2005 ; le ratio dette des ménages/Nikkei augmente encore aujourd'hui ; le ratio dette des ménages/richeesse totale jusqu'en 2002 ; le ratio dette des entreprises/Nikkei augmente jusqu'en 2002.

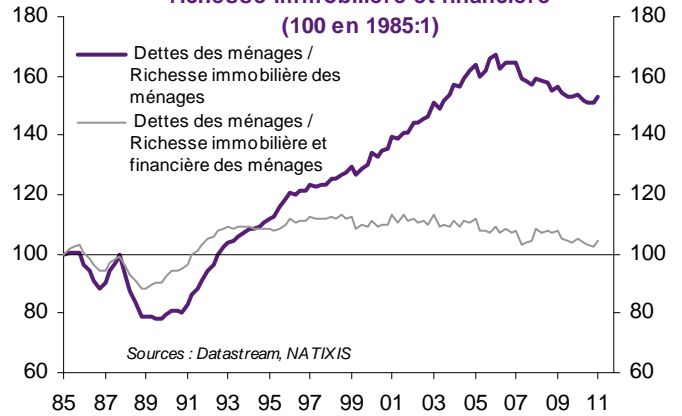
Graphique 8 a

Japon : ratio entre dettes des ménages, indice boursier et prix immobilier (100 en 1985:1)



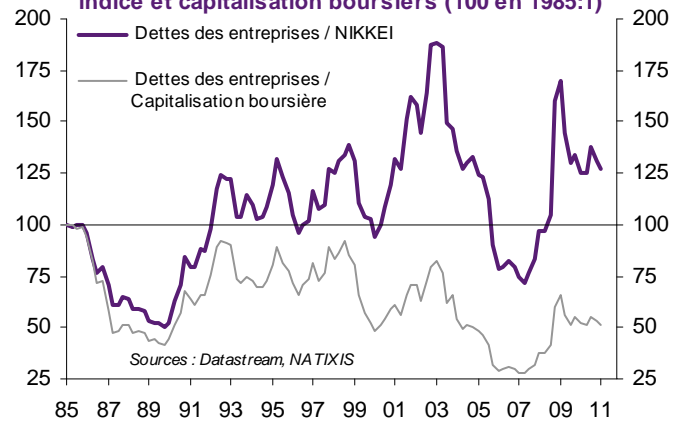
Graphique 8 b

Japon : ratio entre dettes des ménages, richesse immobilière et financière (100 en 1985:1)



Graphique 8c

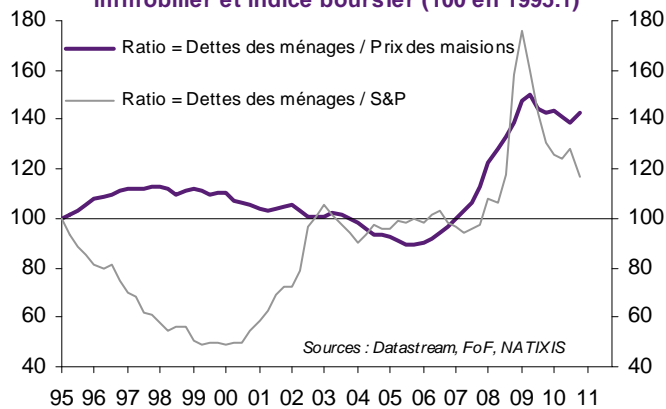
Japon : ratio entre dettes des entreprises, indice et capitalisation boursiers (100 en 1985:1)



Aux Etats-Unis (graphiques 9 a – 9 b – 9 c), le ratio dette des ménages/prix des maisons ou dette des ménages/richeesse immobilière est beaucoup plus haut qu'en 2006-2007 et continue à augmenter ; le ratio dette des ménages/S&P ou dette des ménages/richeesse totale est plus élevé qu'avant la crise ; c'est le cas aussi pour le ratio dette des entreprises/capitalisation boursière ou S&P.

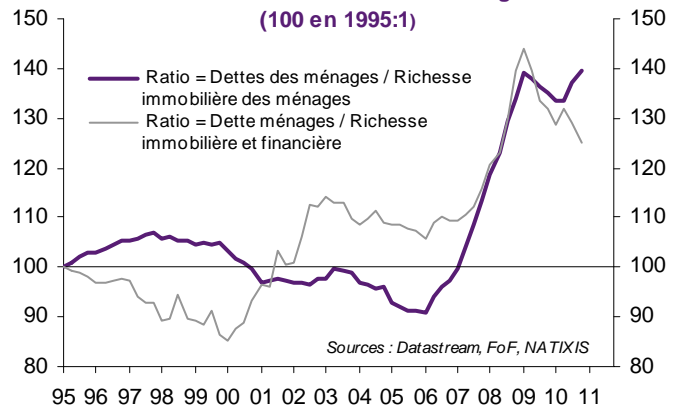
Graphique 9 a

Etats-Unis : dettes des ménages, prix immobilier et indice boursier (100 en 1995:1)

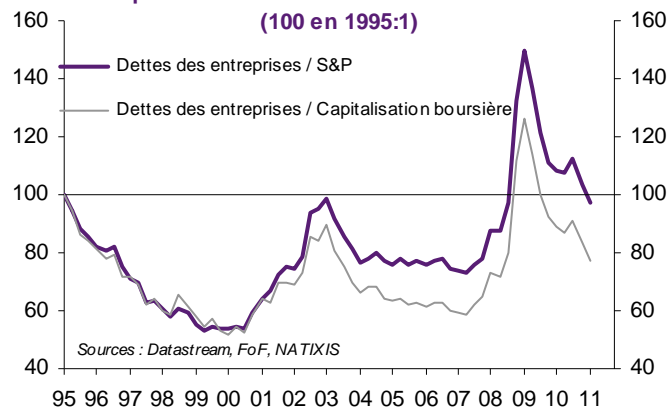


Graphique 9 b

Etats-Unis : dettes des ménages, richesses immobilières et financières ménages (100 en 1995:1)



Graphique 9 c
Etats-Unis : dettes des entreprises,
capitalisation boursière et indice boursier
(100 en 1995:1)



Au Japon, il a fallu plus de 10 ans pour stabiliser le ratio de la dette à la richesse ; aux Etats-Unis, le ratio central qui est dette des ménages/richeesse immobilière est très élevé et continue à augmenter.

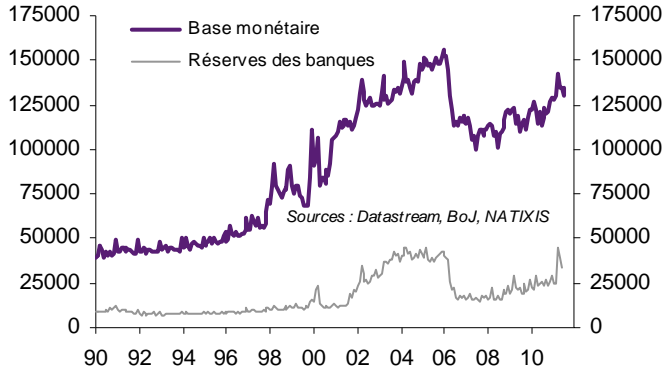
Synthèse : un danger d'évolution à la japonaise ; quel remède de politique économique ?

La déflation au Japon dure depuis 15 ans parce que c'est une « vraie déflation » où, malgré leurs efforts, **les agents économiques n'arrivent jamais à se désendetter, relativement à leur richesse et non à leur revenu, en raison de la baisse des prix des actifs** qui vient elle-même du désendettement et de la faible croissance qui en résulte. **On observe aujourd'hui aux Etats-Unis la même dynamique, ce qui peut faire craindre une évolution vers une vraie déflation à la japonaise.**

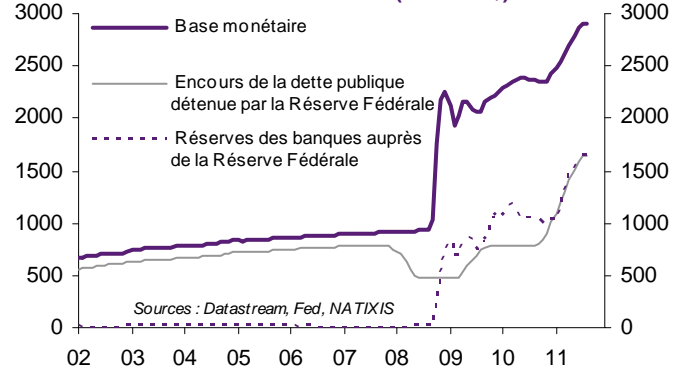
Comment l'éviter ?

- **Le Japon a utilisé une politique de Quantitative Easing standard** consistant jusqu'en 2005 à accroître les réserves excédentaires des banques (**graphique 10**), **mais sans effets** puisqu'il y a désendettement du secteur privé, **sur le crédit ou le prix des actifs**. Cette politique est remise en place en 2011.
- **QE2 aux Etats-Unis est aussi une politique de Quantitative Easing basique**, avec achat de Treasuries et accroissement des réserves excédentaires des banques (**graphique 11**).
- **Ce qu'il faut faire dans le cas d'une vraie déflation est beaucoup plus proche de QE1** : acheter des actifs liés au financement de l'immobilier (RMBS, obligations des Agences...) pour faciliter le financement de l'immobilier, faire baisser les spéculations des mortgages, accroître la demande de logements, soutenir les prix de l'immobilier. **Le QE1 avait été d'ailleurs efficace (graphiques 12 a – 12 b – 12 c – 12 d)**, en réduisant les spreads de MBS et des titres des Agences, en faisant baisser le taux d'intérêt des mortgages et en redressant les prix de l'immobilier.

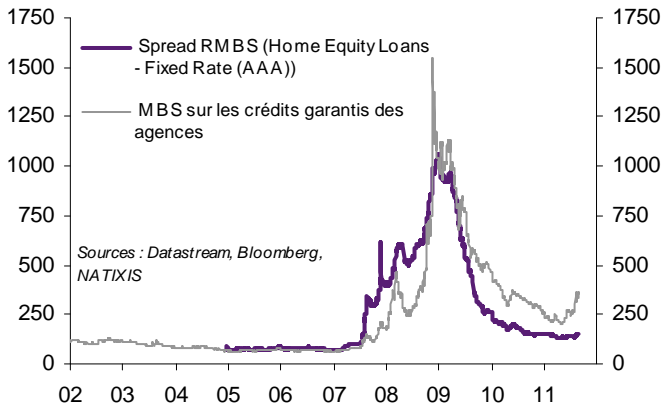
Graphique 10
Japon : base monétaire, réserves des banques
auprès des banques centrales
(en Mds de Yens)



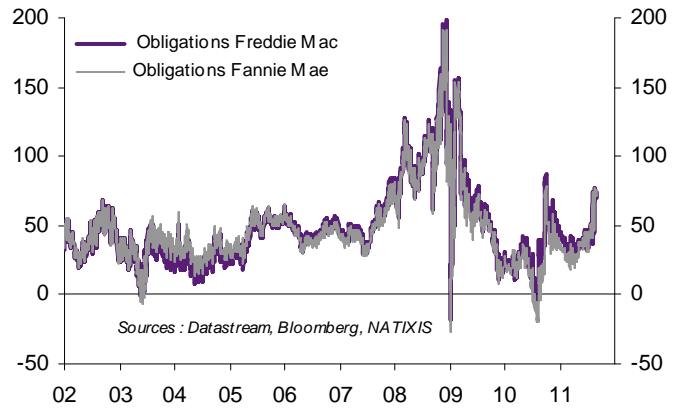
Graphique 11
Etats-Unis : base monétaire, réserves des
banques et encours de Treasuries détenus par
la Réserve Fédérale (Mds de \$)



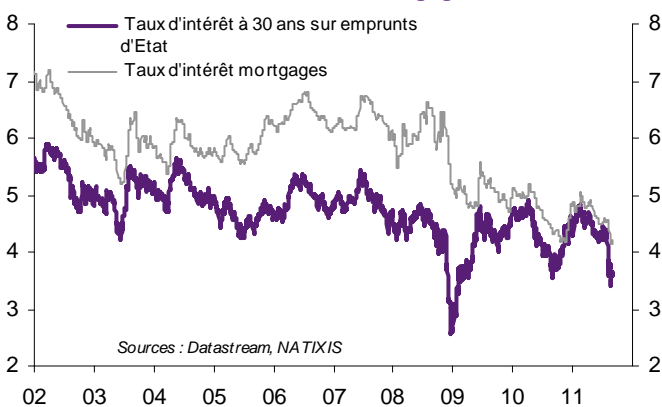
Graphique 12 a
Spreads contre swaps RMBS et MBS sur les
crédits garantis des agences (en pb)



Graphique 12 b
Spreads contre swaps de obligations des
agences (en pb)



Graphique 12 c
Etats-Unis : taux d'intérêt sur les emprunts
d'Etat à 30 ans et mortgages



Graphique 12 d
Etats-Unis : prix des maisons (GA en %)

