

La déflation est là, un nouveau partage de la valeur ajoutée capital-travail s'imposera

Les prix ont baissé de 0,6 % en janvier dans la zone euro

On y est. Les trente-cinq ans de politique monétaire pour casser l'inflation ont produit leurs fruits. Le point haut des taux d'intérêt de 1981 (plus de 19 % pour le rendement des fonds fédéraux, plus de 20 % pour le prime rate des banques US) a ouvert une période qu'avec le recul on peut qualifier de baisse continue du loyer de l'argent. Un mouvement qui n'a fait qu'accompagner celui de l'inflation. Avec des soubresauts régionaux divers, les risques de stagflation (la stagnation économique masquée par l'hyperinflation) ont été jugulés. Le transfert de création de richesse des pays développés vers la Chine (et d'autres émergents) dans les années 2000 a, d'une certaine manière, amplifié la donne. Désormais, dans les discours des économistes ou des hommes politiques, ce n'est plus la crainte de l'inflation qui est brandie comme une menace, mais celle de la déflation, de la spirale de récession qu'elle entraîne. La statistique de janvier en zone euro illustre assez ce changement d'ère : les prix ont reculé de 0,6 % après une baisse de 0,2 % en décembre.

Les salariés gérés comme des stocks : l'élément moteur de la fuite en avant des subprimes

Les questions conjoncturelles ont évidemment leur importance, mais on a le sentiment qu'on a vraiment changé les règles du jeu de l'économie. Le mécanisme infernal hausse des prix- hausses des salaires-baisse de compétitivité des années

1970 apparaît en quelque sorte désuet et l'inflation s'est cantonnée aux économies très déséquilibrées, par la croissance ou la récession, et sans stabilité de change.

Les règles du jeu peuvent-elles vraiment changer ? C'est une question purement théorique mais, en tout état de cause, la déconnection partielle – et peut être temporaire – de l'emploi et de la consommation due à la mondialisation a bousculé l'économie post-crise des années 1930.

Les spécialistes de la gestion des coûts des entreprises parlent «d'effet SAP» pour définir la politique d'emploi banalisée, les charges de salaires étant traitées comme les autres charges, pour caricaturer, les employés étant analysés finalement comme un des stocks ou une commodity. En imaginant découpler le consommateur (des pays de l'OCDE, en particulier américain) et les producteurs (de pays émergents, en particulier chinois) on a lancé au début des années 2000 une spirale de baisse des coûts de production réputée non dommageable aux populations consommatrices.

La crise des subprimes de 2007/2008 n'a pas été autre chose qu'un rappel à la réalité. Les consommateurs créant moins de richesse (du fait des transferts industriels) n'avaient que deux moteurs pour leur pouvoir d'achat: la baisse des prix due aux biens importés et la dette. La deuxième a manqué de faire exploser le système financier mondial. La première a survécu et se développe même.

La marge pour éviter la spirale de récession se trouvera dans les pays développés

La résolution de la crise financière se traduit par un rééquilibrage des termes des échanges commerciaux au profit des économies développées. Sur le plan de l'inflation, ce retour à la normale ne trouve pas de traduction. Evidemment, c'est le traitement du choc financier qui l'explique : les taux d'intérêt ont été poussés au plus bas pour sauver le système bancaire, par ailleurs arrosé de liquidités. Cela a évité le pire (les faillites en cascade), mais n'a pas d'effet sur le pouvoir d'achat en Europe, aux Etats-Unis ou au Japon : les pressions salariales se poursuivent et la désinflation est toujours importée des pays producteurs vers les pays consommateurs.

Pourtant, on a bien le sentiment qu'on touche à la fin du cycle de 34 ans de baisse des taux d'intérêt : un rendement de 0,1 % pour les fonds fédéraux laisse moins de potentiel que plus de 20 %. Il n'y a plus de marge sur ce point, quels que soient les besoins, pour éviter que la déflation importée ne se traduise concrètement. Il faut bien l'accepter, les investisseurs n'y croient pas. Les projections de taux à trois ou cinq ans ne prennent pas en compte une croissance forte et durable. Ils semblent aussi tabler encore sur les baisses de prix pour soutenir les pouvoirs d'achat.

On ne répétera jamais assez que ce qu'on appelle « les marchés », c'est majoritairement la gestion de l'épargne longue des ménages américains et japonais. Si les responsables ne croient pas au retour de l'inflation, ils se couvrent en quelque sorte contre une déflation en s'accrochant à des monnaies jugées solides, au prix de taux d'intérêt très faibles nominalement, mais pouvant être plus élevés en termes réels du fait de la baisse des prix à venir.

Les marchés ont souvent tort et c'est peut-être le cas aujourd'hui. Les anticipations qui sont les leurs sont avant tout déterminées par les flux monétaires. L'inflation ne se décrète pas, mais après avoir importé de la déflation, il ne devrait pas être impossible d'aller en sens inverse. Reste à savoir d'où importer cette dérive des prix qui évitera la spirale récessionniste de la déflation. C'est évidemment dans les pays riches, les pays consommateurs qu'on va trouver des moteurs. Il y a un domaine où cette inflation est réelle, même si elle a été artificiellement produite: celui des actifs actions,

immobiliers, obligations. Il y a par ailleurs une inflation sous-jacente qui subsiste. En janvier en zone euro, corrigée des prix de l'énergie en particulier, elle se situe encore à 0,6%.

Un mouvement lent, mais inexorable ... et pas forcément défavorable à l'épargne

On a sans doute eu trop peur de l'inflation dans les 20 dernières années et la politique monétaire européenne inspirée par la Bundesbank s'est figée sur ce sujet. Il y a tout à penser qu'on va désormais avoir trop peur de la déflation. C'est bien une nouvelle ère qui s'ouvrirait de ce fait : les marges pour éviter le spectre se trouveront (se retrouveront) dans la primauté donnée au consommateur. En termes pratiques, c'est un partage de la valeur ajoutée plus favorable au travail (et à son pouvoir d'achat), et, en conséquence, moins au capital.

La transition n'est pas pour demain et on peut se demander si elle va prendre elle aussi 35 ans. On se gardera des caricatures et on se souviendra que la modification du partage des richesses ne serait pas forcément mauvaise pour l'épargne en actions ou en immobilier, mais qu'elle serait en revanche pénalisante pour les créanciers de tout poil. Certes, les actifs réels amorcent le virage en partant de haut, mais sans doute sans excès marqués dans une perspective de long terme.

Oui, les marges pour éviter la déflation se mettront ainsi en place en solvabilisant les créanciers au détriment de leurs débiteurs, les Etats en tête. Mais dans une économie mondiale gouvernée par les égoïsmes, comme l'illustre la guerre des monnaies. La coopération des pays développés devra encore se renforcer dans cette petite révolution de la revanche du travailleur, qui sera celle du consommateur qui ne doit pas sommeiller en lui.