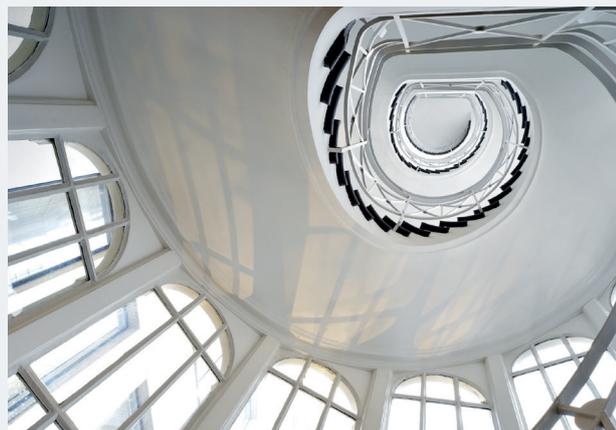




# LA LETTRE DE LA BANQUE

NUMÉRO 40 • JANVIER - MARS 2021



## INFLATION OU DÉFLATION ?

La plupart des indicateurs économiques sont chamboulés par la crise du Covid-19, sauf le niveau des prix, pour le moment. Qu'est-ce qui nous attend, l'inflation, la déflation, ou la continuation de cette modération ? La question se pose face à la politique très « volontariste » des banques centrales.

La dette a explosé avec la pandémie, les niveaux records connus lors de la crise des subprimes en 2008 sont largement dépassés. Selon une note de la Banque de France, les émissions nettes de titres de dette en zone euro ont atteint 1.116 milliards d'euros depuis le début de la crise sanitaire (de mars jusqu'à août inclus), avec au premier rang les gouvernements (874 milliards d'euros, 78 % du total), les grandes entreprises émettrices d'obligations (122 milliards d'euros), puis les banques et assurances (107,5 milliards d'euros). Qui a acheté cette montagne de dette ? Selon l'étude, « ces émissions ont été absorbées principalement par les banques centrales » des pays de l'Union Européenne, c'est-à-dire au final la Banque centrale européenne (BCE), qui agrège ces institutions. Les 19 banques centrales de la zone euro ont ainsi acheté 59,2 % des émissions de dettes publiques et 63,1 % des émissions de dettes privées réalisées sur la période, soit au total 756,7 milliards d'euros.



Source : Eurostat

@ Rexecode

Ces rachats se font par création monétaire, ce qui fait craindre un retour de l'inflation.

La BCE se substitue au marché, on assiste de facto à la fusion du Trésor et de la banque centrale : le financement du déficit de l'État est directement branché sur la planche à billets, ce qui s'avère inquiétant. Le bilan consolidé de la BCE atteint un nouvel record à 6.923 milliards d'euros, soit l'équivalent de 68 % du PIB de la zone euro (contre 34,1 % pour celui de la Réserve fédérale américaine, 130,9 % pour la Bank of Japan, record de l'OCDE). Certains économistes et politiques réclament même d'annuler purement et simplement cette dette détenue par la BCE, pour pouvoir faire encore plus de déficit budgétaire...

Il faut quand même rappeler que les banques centrales ont été créées et ont pour mandat de garantir la valeur de la monnaie, notamment en faisant en sorte que la masse monétaire ne s'écarte pas démesurément de la quantité de biens et services disponibles, sinon les étiquettes risquent de valser.

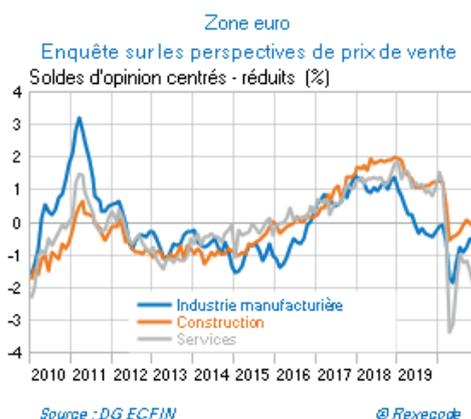
Ceci dit, paradoxalement, l'inflation constitue un objectif pour ces banques centrales, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a indiqué le 27 août que l'inflation pourrait désormais rester au-dessus de l'objectif de 2 % « pendant un certain temps » avant que l'institution n'ait à agir en augmentant les taux d'intérêt pour la contenir. Pareillement, à la BCE, Christine Lagarde cherche à atteindre ces 2 %, sans y parvenir.

Mais au fait, pourquoi 2 % et pas 0 % puisque la banque centrale a pour objectif d'assurer la stabilité des prix ? 2 % par an, cela ne semble pas grand-chose, mais ça signifie tout de même un doublement des prix sur 35 ans. En fait la BCE ne vise pas 0 % parce qu'elle craint comme la peste la déflation, avec 2 % elle se donne une marge de sécurité. Mais posons-nous la question : la déflation est-elle vraiment à craindre ? Après tout il est normal que le progrès technique et la concurrence fassent baisser les prix, c'est la logique même du

capitalisme. Cependant la déflation est mortelle pour ceux qui sont très endettés (les États, que la BCE porte à bout de bras) car dans ce cas leurs revenus baissent (la TVA notamment) quand le montant de leur dette reste constant, et c'est l'étranglement assuré. L'inflation permet au contraire d'alléger cette charge, voici la vraie raison.



Il se pose aussi un problème de mesure de cette inflation. La hausse des prix évaluée par l'INSEE et les organismes statistiques européens, demeure actuellement plus proche de 0 % que de 2 %, mais cela correspond-il à la réalité ? Pas vraiment si l'on interroge ses proches ou si on regarde son budget. Pourquoi une telle distorsion ? En grande partie parce que le « panier de la ménagère » de l'indice des prix à la consommation ne comptabilise le logement qu'à hauteur de 6 %. L'INSEE ne prend en compte que les loyers et considère l'acquisition d'un bien immobilier comme un investissement, qui n'a donc pas à figurer dans l'indice. Un raisonnement un peu spécieux car le logement principal représente autant une consommation qu'un investissement, et qu'en outre il ne rapporte rien, contrairement à un placement, mais coûte en dépenses diverses. Et s'il constitue un capital, sa hausse ne rapporte rien si on déménage dans sa ville ou dans une autre métropole puisque les prix augmentent partout. Les dépenses de logement sont plutôt de l'ordre de 20 % du budget des ménages, comme l'admet l'INSEE dans d'autres études, ce qui change considérablement la donne, surtout depuis 2000 et la forte hausse des prix de l'immobilier.



Sources :

La note de la Banque de France :

<https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/billet-de-blog/qui-achete-les-dettes-en-zone-euro-depuis-le-debut-de-la-crise-sanitaire>

Sources : ECB - European Central Bank, Eurostat, DG ECFIN, Rexecode

Éditeur : Banque Delubac & Cie

Banque Delubac & Cie - Société en commandite simple au capital de 11 695 776 €

Siège social : 16, place Saléon-Terras - 07160 Le Cheylard - RCS Aubenas B 305 776 890 - N°ORIAS 07 027 153

D'ailleurs, coup sur coup, fin septembre, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, et la présidente de la BCE, Christine Lagarde, ont demandé que le logement soit mieux pris en compte dans le calcul de l'inflation. Ce serait pour eux, enfin, le moyen d'atteindre ces fameux 2 %, et que l'indice des prix devienne plus réaliste.

Ceci dit, au-delà de ces aspects statistiques, c'est la substance de l'inflation qui risque de changer dans les années qui viennent : les prix des biens de consommation, très sages jusqu'ici grâce à la forte concurrence internationale, risquent de monter suite aux volontés de « démondialisation » de nombreux gouvernements, et de la possible imposition d'une taxe carbone aux frontières de l'Union Européenne. Les prix de l'énergie vont inéluctablement grimper au nom de la « transition énergétique », ceux de l'électricité (financement des éoliennes), comme du carburant. À l'inverse, l'immobilier dans les métropoles (les bureaux comme le logement) risque de souffrir de l'extension du télétravail, et tout simplement de la crise post-Covid ; le temps du renchérissement régulier est peut-être terminé. Face aux craintes que représente la planche à billets, les actifs réels comme l'or, les œuvres d'art et les voitures de collection pourraient en profiter. Même si le taux d'inflation moyen bouge peu, des mouvements en profondeur pourraient avoir lieu.



Surtout, n'oublions pas qu'avec la planche à billets record des banques centrales depuis la pandémie du Covid-19, nous jouons avec le feu. Le Japon fait pire que l'UE et les USA mais ce n'est pas une raison. En outre, une remontée des taux d'intérêt en cas de dérapage des prix s'avère inenvisageable, la montagne de dette, publique et privée, rend la politique des banques centrales irréversible, car une hausse des taux étoufferait les débiteurs. Au final, il semble qu'il faille moins craindre la déflation que l'inflation...