

Les enseignements de la déflation japonaise

Vendredi 6 février 2015

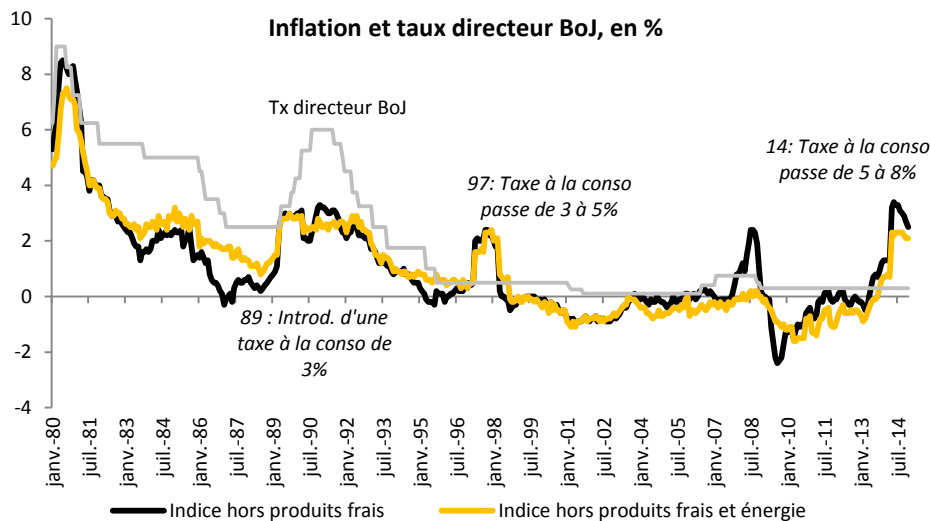
Le présent flash s'intéresse aux leçons à tirer pour la zone euro de l'expérience japonaise, caractérisée par deux décennies de croissance et d'inflation faibles.

1. De l'euphorie à l'« ushinawareta junen » : un bref rappel

Au cours de la décennie 1980-1990, la croissance japonaise a été très dynamique (+ 4,5 %, soit plus d'un point au-dessus de la croissance mondiale). Elle s'est appuyée sur une forte solidarité entre le système bancaire, les entreprises et l'Etat qui garantissait des prix et des revenus élevés : ainsi, selon certaines études¹, les **prix domestiques** comparés aux prix pratiqués par les économies partenaires du Japon étaient **3 à 4 fois plus élevés** dans les années 1980. Une **bulle d'actifs** (mobiliers et immobiliers) commença à se former à la faveur d'une politique monétaire relativement souple, la Banque du Japon (BoJ) faisant passer progressivement son taux directeur de 9 % mi-1980 à 2,5 % début 1987. La dynamique « hausse des prêts, hausse du prix des actifs » s'est alors enclenchée (les banques japonaises détenaient d'importants volumes d'actifs, y compris immobiliers), avec pour résultat le **quadruplement de l'indice boursier** (Nikkei, passé de 10 000 à 40 000 points), le **triplément de l'immobilier commercial** et le **doublément de l'immobilier résidentiel**². Les deux moteurs de la demande intérieure (consommation des ménages, investissement des entreprises) ont soutenu l'activité grâce à des taux d'intérêts réels parmi les plus bas de l'OCDE. Soucieuse d'agir pour contrer la spéculation, la BoJ entama début 1989 un mouvement de relèvement des taux qui contribua à faire éclater la bulle d'actifs. Les **entreprises** se sont alors retrouvées devant une combinaison de facteurs négatifs (surcapacités, abondance des stocks, ralentissement de la demande). De leur côté, les **banques** ont également souffert d'une baisse de leurs fonds propres et d'une hausse des créances douteuses, les entraînant à vendre des actifs. Ces deux facteurs ont logiquement pesé sur les prix et la croissance, certains parlant d'« ushinawareta junen » (« décennie perdue ») au cours des années 1990.

2. Le Japon au cours des vingt dernières années : déflation ou « low-flation » ?

Dans le débat public, le Japon de la fin des années 1990 est souvent pris comme l'exemple caractéristique de la déflation moderne qu'il convient à tout prix d'éviter. Mais que peut-on dire plus précisément sur l'évolution des prix au Japon au cours des 25 dernières années ?



Source : Afep à partir de BoJ et du ministère des affaires intérieures et de la communication.

¹ Voir réf. dans « *Vingt ans de stagnation au Japon, comment en est-on arrivé là ?* », Panorama Coface, décembre 2014.

² Dans l'ouvrage « *Crisis economics* » (2011), N. Roubini relate qu'au pic du boom, la terre située en-dessous et aux alentours du Palais impérial de Tokyo valait, selon certaines estimations, autant que l'intégralité du parc immobilier californien !

Après une désinflation marquée tout au long des années 1990, l'indice des prix à la consommation est passé durablement en territoire négatif à compter de 1998. A cette date, la **part des biens dont le taux d'inflation annuel était négatif atteignait plus de 60 %** et n'a commencé à décliner qu'à partir de 2004. Toutefois, le repli cumulé de l'indice a été limité à moins de 4 %. En outre, le taux de chômage (structurellement faible au Japon) a connu une progression contenue qui peut surprendre. Pour Masaaki Shirakawa, ancien gouverneur de la BoJ, il est fondamental de distinguer d'une part, **déflation et spirale déflationniste** et, d'autre part, une **forte contraction des prix sur une durée limitée et une faible baisse sur une période prolongée**. A cet égard, la situation japonaise au cours de la période récente n'est pas comparable à celle des années 1930 en Europe et aux Etats-Unis. Alors que la déflation doit se traduire par une hausse de la demande de monnaie, le taux d'épargne des ménages a régulièrement diminué au Japon au cours des années 1990. Ceci s'explique par les modalités de l'ajustement sur le marché du travail : contraintes par la « **récession de bilan** » (expression de R. Koo désignant une contraction de l'activité associée à une crise financière suite à un boom), les entreprises ont donné la priorité à l'épargne et à la reconstitution de leur trésorerie, d'où une réduction des salaires versés.

3. Analyse comparative et leçons pour la zone euro

La nette désinflation observée au niveau de la zone euro depuis trois ans et la baisse des prix constatée en décembre 2014 (- 0,2 %) et en janvier 2015 (- 0,6 %) conduisent à s'interroger sur un éventuel « scénario japonais » en Europe. Des similitudes existent en effet entre les deux épisodes avec, d'un point de vue structurel, le **vieillesse démographique** et, d'un point de vue conjoncturel dans les années précédant la Grande récession, la formation de **déséquilibres macroéconomiques** importants dans la plupart des pays européens (bulles spéculatives, endettement public) aboutissant à une « récession de bilan ». Toutefois, l'analyse comparative fait apparaître plusieurs différences³ : i) au niveau agrégé de la zone euro, le besoin de désendettement privé (entreprises et ménages) reste inférieur à celui du Japon ; ii) l'ajustement du prix des actifs a été nettement plus violent au Japon ; iii) la politique de la BoJ a été moins réactive que celle de la BCE, avec le maintien de taux élevés pendant plus longtemps alors que les prix diminuaient, entraînant un décrochage des anticipations d'inflation ; iv) la productivité globale des facteurs a connu une baisse beaucoup plus forte au Japon, probablement liée au fait que le pays s'est rapproché de la « frontière technologique ». Parmi les leçons à tirer de l'expérience japonaise, l'enjeu du **rétablissement rapide de la stabilité financière** paraît central : maintenant artificiellement en vie des entreprises qui auraient dû faire faillite, le « **zombie banking** » et la reconduction tacite des prêts (« *evergreening* ») dans le secteur de la construction de l'Archipel bien après l'éclatement de la bulle immobilière ont eu des conséquences néfastes sur la création d'entreprises et la réallocation des activités. De la même façon, la relative rigidité initiale de la politique monétaire lui a sans doute fait perdre de l'efficacité lors du lancement, en 2001, du programme de « *quantitative easing* ». De ces deux points de vue, l'UE et la BCE ont sans doute bénéficié du recul historique pour réagir plus en amont. Ceci étant, la zone euro se retrouve aujourd'hui face à la même situation que le Japon du début des années 2000, avec une inflation négative et la contrainte du plancher. Dans ce contexte, **trois leçons** semblent à méditer : 1) l'expansion de la **base monétaire** (x 2,5 en 25 ans) ne garantit pas une reprise de l'inflation ; 2) « **l'achat de temps** » par la banque centrale ne se substitue pas aux réformes dans les autres champs de la politique économique ; 3) la progression non maîtrisée de la **dette publique** au Japon (245 % du PIB en 2014) n'a pas suscité d'augmentation du coût du financement en raison de la structure de la détention de celle-ci, largement domestique (> 90 %).

Plus de deux décennies après l'éclatement de la bulle d'actifs, le Japon est toujours « à la recherche de la croissance et de l'inflation perdues » en dépit de politiques budgétaires et monétaires agressives. Si la zone euro en 2015 se distingue à bien des égards du Japon des années 1990, elle doit tout mettre en œuvre pour éviter une période de stagnation de même ampleur. Par-delà leur impact immédiat et massif, les chocs conjoncturels ont eu l'effet de révélateurs sur les faiblesses fondamentales de chacun des pays. De ce fait, les réponses à trouver sont nettement plus complexes qu'autrefois, les politiques de stimulation à court terme ne suffisant pas à résoudre des problèmes de long terme dans un contexte d'affaiblissement durable de la croissance potentielle.

³ Discours de B. Cœuré « *Mapping uncharted territories of investing* », 5 juillet 2013.