

Déflation au Japon, Abenomics et leçons pour la zone euro

J. Boeckx
P. Butzen
N. Cordemans
S. Ide

Introduction

Sept ans après l'émergence de la crise financière mondiale, dont la crise des subprimes et la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis ont constitué les prémices, l'économie de la zone euro ne semble pas encore s'être remise. Le redressement qui a suivi la profonde récession a été modéré, et la crise de la dette publique a même plongé la zone euro dans une deuxième récession. Sur l'ensemble de la période récente, les taux de croissance sont demeurés décevants et fort en deçà de ceux observés avant la crise, si bien que certains pensent que l'économie s'est ralentie jusqu'à un point de quasi-stagnation. En outre, les taux d'inflation enregistrés ces quelques dernières années ont été faibles, et même parfois négatifs au cours de la période la plus récente.

Cette combinaison d'une stagnation de l'activité économique et d'une faible inflation/déflation est depuis longtemps déjà le propre de l'économie japonaise. Après avoir enregistré une vive expansion macroéconomique dans les années 1980, le Japon a en effet connu l'éclatement d'une bulle des actifs financiers et immobiliers au début des années 1990, un phénomène qui a été suivi d'une longue période d'atonie persistante de la croissance. Par ailleurs, un climat de déflation s'est solidement ancré à compter de la fin des années 1990. Même si le Japon ne s'est pas enfoncé dans le scénario catastrophe d'une spirale déflationniste, contre lequel la littérature met en garde, la politique qui a été conduite n'est pas parvenue à redresser la croissance économique ni l'inflation. Depuis 2013, le gouvernement du Premier ministre Shinzo Abe

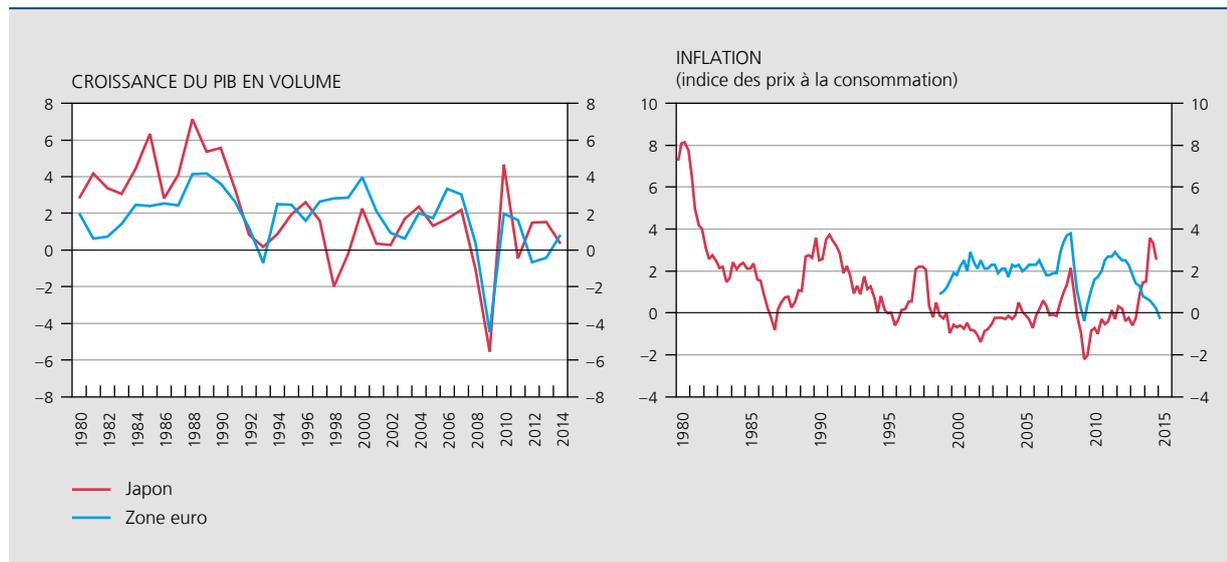
tente toutefois de mettre définitivement un terme à cette situation, en s'appuyant sur un ambitieux programme de mesures connu sous le vocable d'« Abenomics ».

Les similitudes entre la situation actuelle dans la zone euro et celle qui règne au Japon depuis deux décennies sont le point de départ du présent article. Abstraction faite des spécificités de chaque économie et des crises financières qu'elles ont chacune traversées, cet article examine les leçons de l'expérience japonaise pour la zone euro.

L'article s'ouvre sur une synthèse des développements que l'économie japonaise a connus entre 1990 et 2013, en privilégiant trois thèmes en particulier : d'abord, l'éclatement de la bulle des actifs et l'émergence d'une récession de bilan de longue durée ; ensuite, la déflation japonaise et le rôle de la politique monétaire ; enfin, le glissement de l'économie du Japon vers un nouvel « équilibre » macroéconomique caractérisé par une inflation plus faible et un retour à une croissance économique proche de son niveau potentiel. L'idée d'un nouvel « équilibre » donne à penser que le coût de la déflation a été limité. Un défaut majeur de ce nouvel « équilibre » réside toutefois dans la plus faible capacité de stimulation de la politique monétaire qu'il autorise en cas de choc. Dans le but de revenir à un équilibre assorti d'une inflation positive et d'un potentiel de croissance plus élevé, le programme dit « Abenomics » a été lancé en 2013. La seconde partie de l'article lui est spécifiquement consacrée. Le texte se clôt sur une série de leçons qui peuvent être tirées de l'expérience japonaise et s'adressent en particulier à la zone euro. Bien qu'une période de faible inflation soit potentiellement plus

GRAPHIQUE 1 CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET INFLATION AU JAPON ET DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à la période correspondante de l'année précédente)



Sources: OCDE, CE, Thomson Reuters Datastream.

nuisible à la zone euro qu'au Japon, le large éventail des mesures adoptées depuis la crise a réduit ce risque. Il y a néanmoins lieu de veiller à ce que le dosage des politiques soit optimal, en soutenant judicieusement la demande et en fournissant parallèlement des efforts satisfaisants en matière de réformes structurelles.

1. L'économie nipponne entre 1990 et 2013

1.1 Récession de bilan et problèmes dans le secteur financier

La présente section décrit les prémices de la crise financière au début des années 1990, la récession de bilan qui s'est ensuivie et la manière dont la crise asiatique a contraint les autorités nipponnes à reconnaître pleinement les problèmes du secteur bancaire et à les traiter.

Durant la seconde moitié des années 1980, l'économie nipponne a enregistré une expansion effrénée. L'interaction – auto-entretenu – entre le climat macroéconomique très favorable, la hausse des prix des actifs et le caractère excessif des octrois de crédits a contribué à la création d'une série de déséquilibres financiers. Ces développements doivent être examinés dans le contexte d'une orientation expansionniste de la politique monétaire et d'une libéralisation progressive des marchés de capitaux

au Japon. Après la décision prise dans le cadre des accords du Plaza, en 1985, de laisser le yen japonais s'apprécier pour permettre à l'excédent de la balance courante de revenir à des proportions plus acceptables, la banque centrale japonaise avait abaissé sensiblement ses taux directeurs afin de compenser les effets négatifs d'un renchérissement de la monnaie et de dopper la demande intérieure. En outre, en raison de la libéralisation des marchés de capitaux dans les années 1980, les entreprises japonaises s'étaient davantage tournées vers les obligations d'entreprise plutôt que vers les prêts bancaires pour se financer. À la recherche de nouvelles opportunités, les banques avaient accru leur exposition au marché de l'immobilier résidentiel. Ce comportement avait renforcé la concurrence sur le marché des prêts hypothécaires, jusqu'alors largement aux mains des *jusen*⁽¹⁾. À mesure que la concurrence s'intensifiait sur le marché des crédits au logement, les *jusen* s'étaient pour leur part mises à explorer d'autres segments du marché immobilier, tels les prêts aux promoteurs et aux entreprises de construction, en prenant les biens financés en garantie.

À partir de mai 1989, la Banque du Japon a procédé à quelques relèvements de taux afin d'apaiser l'économie et, en 1990, le ministère des Finances s'est adressé au secteur financier pour lui recommander de limiter les octrois de crédits au secteur de l'immobilier. Ces deux mesures

(1) Les *jusen* étaient des filiales des banques qui avaient été créées dans les années 1970 et qui opéraient principalement dans l'octroi de crédits hypothécaires pour l'acquisition d'un logement propre.

ont contribué à la correction significative qui s'est alors opérée en bourse et sur le marché de l'immobilier.

Les récessions qui font suite à une période de forte hausse de l'endettement et à un renchérissement exceptionnel des actifs s'accompagnent le plus souvent d'importants effets financiers et réels, de même qu'elles se font ressentir plus longtemps que les récessions ordinaires. Reinhart et Rogoff (2014) attirent ainsi l'attention sur la plus vive persistance et sur l'ampleur accrue d'une récession de bilan. Le vaste défi auquel les responsables politiques sont confrontés consiste à détecter en temps réel les signes d'une récession de bilan et à y réagir de manière adéquate. D'aucuns, à l'instar de Koo (2009, 2013), expliquent qu'il a fallu un certain temps aux responsables politiques japonais pour poser le bon diagnostic et mettre au point une politique adaptée. Une approche inappropriée peut freiner la reprise et donner lieu à une longue période de faible croissance et d'inflation basse.

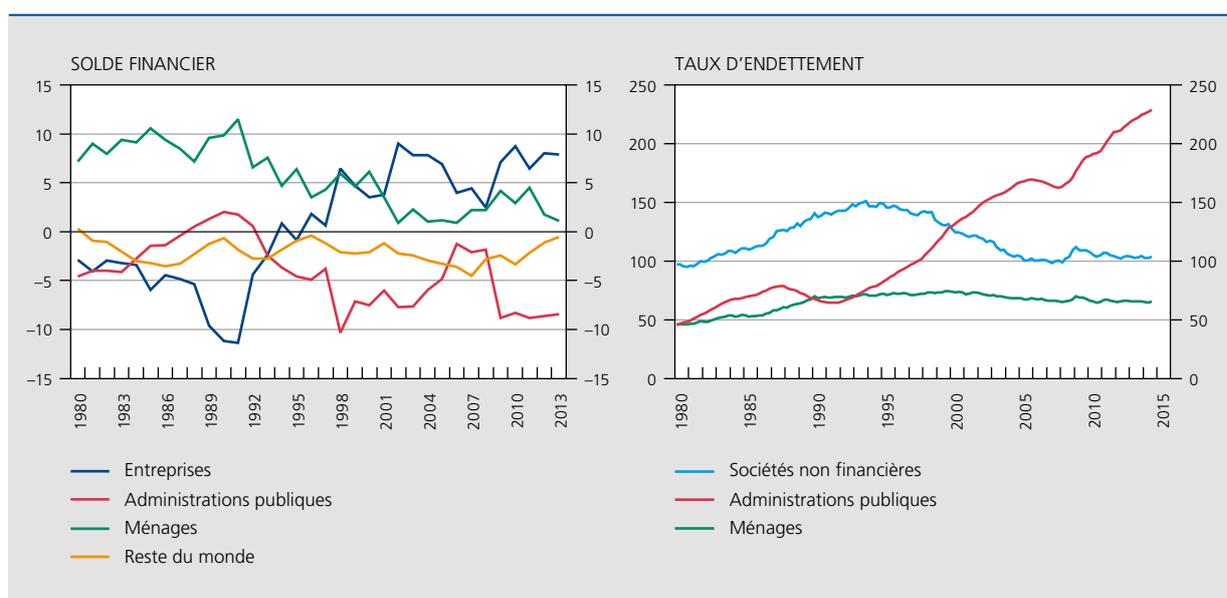
Le graphique présentant les soldes financiers au Japon montre que, dans les années 1980, les ménages affichaient un excédent qui servait dans une large mesure à financer le déficit des entreprises. Après la crise du début des années 1990, les entreprises ont toutefois elles aussi enregistré un surplus financier. Le secteur privé japonais considéré dans son ensemble est ainsi devenu un épargnant net. Abstraction faite de la position extérieure, les administrations publiques sont le seul secteur susceptible

d'absorber cette épargne excédentaire. Il apparaît par ailleurs que ce sont surtout les sociétés non financières qui avaient laissé s'envoler leur dette dans les années 1980, souvent en gageant leurs biens immobiliers. Dans une moindre mesure, le taux d'endettement des ménages a néanmoins également augmenté. Au cours de la période qui a suivi la crise, les entreprises ont privilégié leur désendettement et le redressement de leur position bilancielle plutôt que la réalisation de nouveaux investissements. Ce processus n'a pris fin qu'en 2005, l'endettement des entreprises s'étant stabilisé, mais ces dernières sont néanmoins restées des épargnants nets, constituant de ce fait de larges volants de liquidité. À l'heure actuelle, la désépargne de ce secteur reste essentielle à la poursuite du rétablissement de l'économie nippone, et il est attendu que le programme « Abenomics » (cf. partie 2) joue un rôle crucial dans l'accroissement de la rentabilité attendue (Kang, 2014). Le fait de favoriser ainsi les investissements devrait par ailleurs permettre d'alléger la pression sur les administrations publiques en tant que moteur de la croissance économique.

Lorsque l'ensemble du secteur privé réduit sa dette, la conduite d'une politique budgétaire expansionniste contribue largement à éviter qu'une récession ne se prolonge ou ne s'aggrave. En l'absence d'une politique budgétaire suffisamment stimulante, une récession peut en effet se transformer en dépression, comme cela a été le cas aux États-Unis dans les années 1930. Bien

GRAPHIQUE 2 JAPON : SOLDE FINANCIER ET TAUX D'ENDETTEMENT PAR SECTEUR

(pourcentages du PIB)



Sources : Banque du Japon, BRI, Thomson Reuters Datastream.

entendu, la soutenabilité de la dette publique représente une restriction non négligeable à cet égard. La crise de la dette dans la zone euro a une nouvelle fois douloureusement démontré que la soutenabilité pertinente est en premier lieu la soutenabilité telle que l'évaluent les marchés financiers. Cela fait maintenant 22 ans que les pouvoirs publics japonais procèdent à une relance budgétaire en faveur de l'économie. Les déficits publics sont dès lors devenus une donnée structurelle ; les dépenses publiques exprimées en pourcentages du PIB n'ont cessé de s'alourdir, alors que, depuis 1990, les revenus sont demeurés pratiquement inchangés. Après deux décennies de faible croissance, de déflation persistante et de déficits publics, le ratio de la dette publique japonaise atteint aujourd'hui environ 230 % du PIB. La section 2.2 aborde plus spécifiquement la soutenabilité de la dette publique japonaise.

Aux États-Unis, pays également touché par une récession de bilan en 2008, les pouvoirs publics ont initialement mené une politique budgétaire très stimulante pour compenser la chute de la demande du secteur privé. Par la suite, ils ont progressivement mis un terme à cette orientation budgétaire expansionniste, à mesure que le secteur privé contribuait à nouveau à la croissance économique. Cette politique a tout d'abord engendré une forte hausse de la dette publique américaine, laquelle s'est toutefois stabilisée dans le contexte de la reprise économique. Dans la zone euro, une action coordonnée au début de la crise financière a permis l'instauration de mesures budgétaires de relance par l'entremise du plan européen pour la relance économique. L'éclatement de la crise de la dette publique en Grèce et la contagion à d'autres États membres vulnérables de la zone euro, à l'origine d'une perte d'accès aux marchés de capitaux et de programmes d'assistance financière, ont néanmoins induit une consolidation rapide dans ces pays.

La croissance économique peut bénéficier de l'adoption d'incitants budgétaires, mais également d'une dynamisation de la demande extérieure. Si toutefois la crise revêt une dimension mondiale, comme cela a été le cas lors de la récente crise financière, cette possibilité est plus limitée, si ce n'est à travers une amélioration de la compétitivité. S'agissant de la politique monétaire, son efficacité est entravée par la diminution de l'élasticité de la demande de crédits aux taux d'intérêt : même lorsque les taux d'intérêt (réels) sont (très) faibles, les secteurs privés surendettés ne contractent pas de nouveaux emprunts mais continuent de privilégier leur désendettement, tâche néanmoins facilitée par le bas niveau des taux d'intérêt. Dans le cas d'une récession de bilan, c'est davantage la demande plutôt que l'offre de crédits qui fait défaut. Lorsqu'il s'agit de supprimer des contraintes qui pèsent le cas échéant

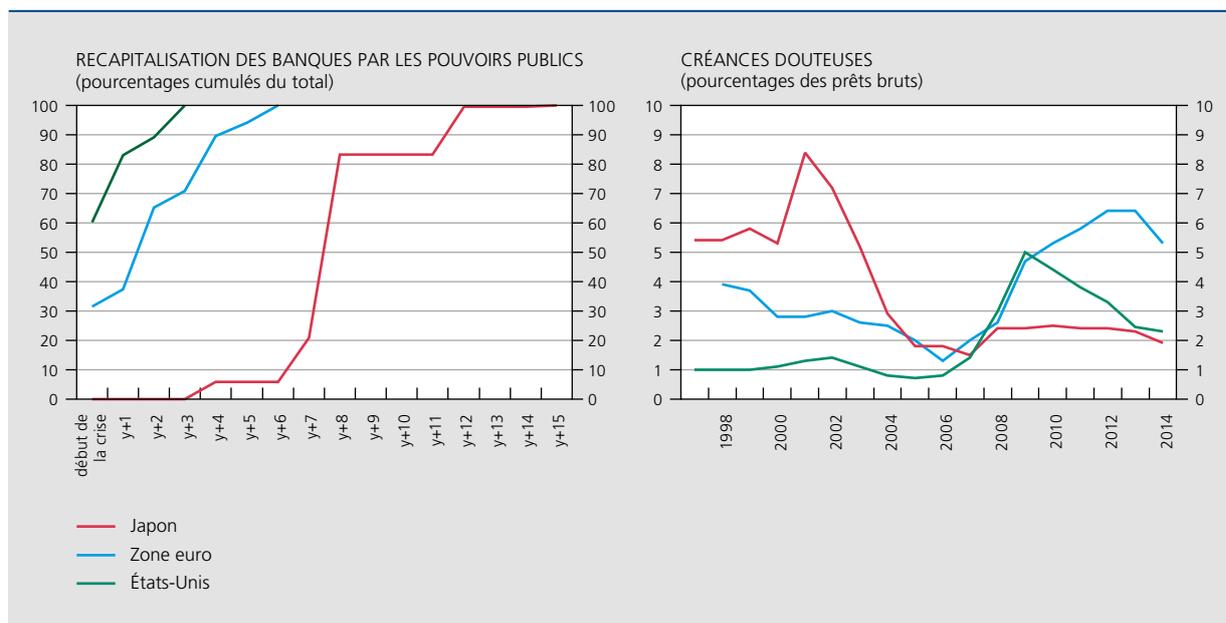
sur l'offre de crédits (bancaires), la politique monétaire est souvent apte à faire la différence en fournissant aux banques les liquidités qu'elles ne peuvent trouver ailleurs : la banque centrale endosse alors son rôle de prêteur en dernier ressort et endigue les effets de la crise financière sur les banques. Par ailleurs, une politique monétaire expansionniste est de nature à rendre plus aisé le processus de désendettement des secteurs non financiers grâce à une politique de soutien de la demande.

Lorsqu'une bulle se forme puis éclate sur les marchés de l'immobilier et des actions, il en découle toujours de graves conséquences pour le secteur bancaire. Au Japon, au cours de la première moitié des années 1990, tant l'autorité de contrôle que les banques s'étaient méprises sur l'ampleur des problèmes (Hoshi et Kashyap, 2014). La crise asiatique de 1997 a toutefois déclenché une crise bancaire systémique, contraignant finalement les banques, tout comme les pouvoirs publics, à prendre des mesures radicales. La reconnaissance des créances douteuses, le mouvement de recapitalisation par les pouvoirs publics, de même que le remaniement de la réglementation et la mise en œuvre effective de celle-ci, avec à la clé un cadre de résolution efficace, ont contribué à résoudre la crise bancaire systémique qui était apparue. Il est néanmoins incontestable que la durée des problèmes rencontrés par le secteur bancaire a porté un coup dur à l'économie réelle et qu'elle a ouvert la voie à la stagnation économique.

La période 1991-1996 a été caractérisée par la négligence (*forbearance*) et par la négation des problèmes. Nelson et Tanaka (2014) avancent trois raisons pour expliquer cela. Premièrement, l'encours des créances douteuses a été sous-évalué. Le reporting des créances douteuses auprès de l'autorité de contrôle était opéré par les banques elles-mêmes, qui se basaient sur une définition très restrictive et sur des règles d'évaluation reposant sur l'historique des pertes et des défauts de paiement. Deuxièmement, l'incidence macroéconomique de la crise financière a elle aussi été sous-estimée. Tant le secteur bancaire que l'autorité de contrôle ont supposé que l'économie se rétablirait rapidement, de sorte que l'ampleur des créances douteuses resterait contenue. Troisièmement, Nelson et Tanaka considèrent que le cadre réglementaire était inadéquat pour procéder à une recapitalisation rapide ou pour liquider les banques non solvables.

Dans un tel climat, les banques japonaises ont largement continué de renouveler l'encours des prêts aux entreprises. En témoigne le fait que l'octroi de crédits au secteur de la construction et de l'immobilier s'est encore accru jusqu'en 1998. Le report de la reconnaissance

GRAPHIQUE 3 RECAPITALISATION PUBLIQUE ET CRÉANCES DOUTEUSES



Sources: Eurostat, Banque du Japon, Trésor américain, Banque mondiale, Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

des pertes à travers le renouvellement de prêts – dont la charge d’intérêts était entre-temps devenue très soutenable grâce à la souplesse de la politique de taux de la Banque du Japon – à des entreprises qui, en fin de compte, sont insolvables est souvent désigné par les termes *evergreening* et *zombie lending* (Cabellero et al., 2008). Ce processus a été renforcé par un degré élevé de *cross-shareholdings* entre les banques et de *relationship-based shareholdings* (40 % en moyenne en 2003) entre les entreprises et les banques (IMF, 2003). Dans l’ensemble, il a largement contribué à la persistance de l’atonie de la croissance économique puisque, ce faisant, le financement d’entreprises ou de projets plus rentables a eu moins de chances d’aboutir.

La crise asiatique a provoqué en 1997 une crise bancaire systémique en raison de la faillite de plusieurs établissements importants et de l’assèchement du marché interbancaire. Au cours des années qui ont suivi, les banques ont été recapitalisées par les pouvoirs publics, qui ont mis en place une politique visant à s’attaquer au problème des créances douteuses, notamment à travers une reconnaissance accrue des prêts douteux passant par un examen approfondi des actifs (*asset review*) et l’obligation de constituer des provisions pour couvrir les pertes éventuelles. Il a toutefois fallu attendre 2001 pour disposer d’une stratégie globale (Matsubayashi, 2015). Cette dernière comportait deux éléments importants : d’une part, l’obligation faite aux banques de céder leurs créances

douteuses dans un délai de trois ans ou d’en reconnaître les pertes, ou encore d’en exiger le remboursement devant les tribunaux, ce qui se soldait fréquemment par la faillite de l’emprunteur (bien souvent une entreprise) ; d’autre part, la cession des créances douteuses résiduelles à la Resolution and Collection Corporation (RCC). La RCC, qui était sous la coupe de la Deposit Insurance Corporation (détenue intégralement par l’État), était habilitée non seulement à racheter les créances douteuses, mais également à restructurer les emprunteurs, lesquels étaient bien souvent des entreprises de construction et des sociétés immobilières.

Le graphique 3 illustre la lenteur de la réaction des autorités japonaises de contrôle et de réglementation des banques, laquelle a eu une influence néfaste sur l’économie réelle. Après une recapitalisation plutôt limitée des *juden* en 1995, il a fallu attendre 1998-1999 pour que les banques soient recapitalisées à l’aide de fonds publics. Cette opération est souvent nécessaire pour rétablir la confiance dans le secteur bancaire et permettre à celui-ci de remplir à nouveau pleinement son rôle d’intermédiation. Les créances douteuses ont atteint un pic en 2001, en raison de l’obligation de reconnaissance des pertes imposée par l’autorité de contrôle. L’obligation d’ensuite les liquider a fini par porter ses fruits et, à partir de 2004, les créances douteuses se sont stabilisées à des niveaux acceptables.

La frilosité de l'approche japonaise contraste de façon criante avec la rapidité avec laquelle les pouvoirs publics américains ont recapitalisé le secteur bancaire et procédé à la liquidation progressive des créances douteuses. Ce sont principalement les tests de résistance menés dans le cadre du SCAP (Supervisory Capital Assessment Program) au printemps de 2009 qui ont joué un rôle décisif à cet égard. Cette rapidité de réaction des pouvoirs publics a permis au secteur bancaire de reprendre assez vite son rôle d'intermédiation. Dans la zone euro, les recapitalisations menées par les États membres se sont déroulées de manière plus progressive qu'aux États-Unis, mais plus énergique qu'au Japon. La phase cruciale s'est opérée à la suite de l'évaluation complète (comprehensive assessment) des bilans des banques, qui a précédé le lancement du mécanisme de surveillance unique. Ce n'est que depuis 2013 que la part des créances douteuses diminue dans l'encours total des crédits bancaires au sein de la zone euro.

1.2 Désinflation et déflation

La surchauffe de l'économie japonaise et le vif renchérissement des actifs à la fin des années 1980 ne se sont pas accompagnés d'une nette poussée inflationniste. Cette situation a d'ailleurs conduit la Banque du Japon à maintenir une politique monétaire expansionniste un certain temps après l'émergence de la bulle et à n'entamer un

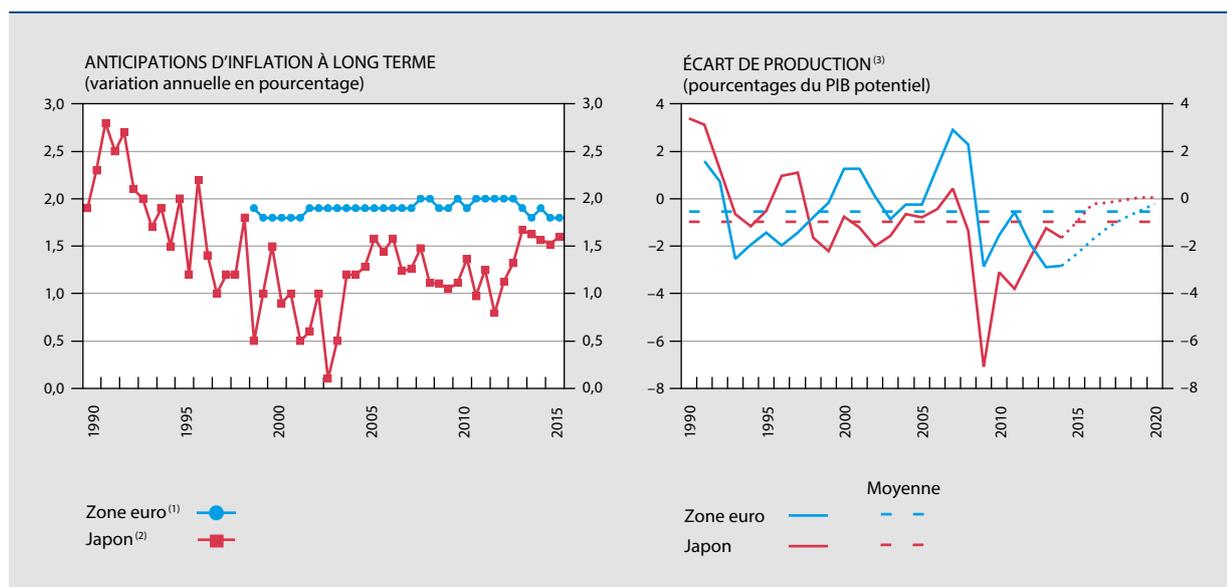
relèvement de son taux d'escompte qu'en mai 1989; il s'agissait alors de la première hausse du taux directeur en près de neuf ans.

À la suite de l'éclatement de la bulle, le Japon a traversé une période de désinflation progressive au début des années 1990. À compter du milieu de la décennie – 1995 sur la base du déflateur du PIB et 1999 sur celle de l'indice des prix à la consommation –, la désinflation s'est muée en une déflation modérée. Si on exclut l'année 2008, marquée par de fortes hausses des prix mondiaux de l'énergie et des produits alimentaires, ce n'est que depuis la fin de 2013 que l'inflation nipponne est redevenue positive.

1.2.1 Les déterminants de la faible inflation : écart de production négatif et baisse des anticipations d'inflation

Afin d'examiner les facteurs qui se cachent derrière la longue période de déflation qu'a connue le Japon, il est pertinent de se référer au cadre d'analyse théorique d'une courbe de Phillips néo-keynésienne prospective (cf. Gali, 2008). Cette spécification de la courbe de Phillips, actuellement très répandue en théorie monétaire, semble empiriquement offrir une description fiable de la dynamique des prix au niveau agrégé pour le Japon (cf. Sanchez, 2006 ou Muto, 2006). La courbe de Phillips néo-keynésienne prospective standard postule que l'inflation

GRAPHIQUE 4 LES CAUSES DE LA DÉSINFLATION ET DE LA DÉFLATION AU JAPON



Sources: Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics, FMI, BCE.

(1) Attentes d'inflation à cinq ans issues de l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

(2) Attentes d'inflation sur un horizon de six à dix ans publiées par Consensus Economics.

(3) Projections à compter de 2015.

courante (π_t) dépend des anticipations d'inflation ($E_t\pi_t$), du coût marginal réel tel qu'approximé par l'écart de production (Gap_t), ainsi que d'un certain nombre d'autres facteurs comme les chocs de prix externes (u_t):

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \alpha Gap_t + u_t$$

Cette relation repose sur l'idée que l'inflation courante est largement déterminée par le comportement de fixation des prix des entreprises, qui dépend quant à lui de l'inflation qu'elles anticipent sur la base de leurs attentes en matière de demande et de coûts futurs, ainsi que de leurs coûts marginaux actuels, dont font notamment partie les salaires. Les coûts marginaux sont pour leur part fonction de la position dans le cycle économique, elle-même reflétée par l'écart entre la production réelle et la production potentielle. Plus les anticipations d'inflation sont élevées, plus l'inflation observée est forte. De même, plus la production observée est abondante au regard de la production potentielle, plus les coûts marginaux ont tendance à s'accroître.

Les anticipations d'inflation à long terme – à savoir sur un horizon de six à dix ans – pour le Japon se sont tendanciellement repliées entre le début des années 1990 et la première moitié des années 2000. Après être retombées à un plancher absolu proche de 0% en avril 2003, elles sont partiellement remontées, pour se maintenir dans une fourchette comprise entre 0,8 et 1,7%. Comme expliqué ci-après, les raisons de la baisse tendancielle des anticipations d'inflation au Japon durant les années 1990 sont à chercher essentiellement du côté de la politique monétaire. Il est frappant de constater que, contrairement à ce qui a été observé pour le Japon, les attentes d'inflation dans la zone euro sont pour leur part demeurées extrêmement stables depuis 1999, oscillant au sein d'une fourchette étroite située entre 1,8 et 2%.

Tout comme les anticipations d'inflation, l'écart de production s'est nettement resserré au début des années 1990. Il est passé en terrain négatif vers le milieu de la décennie et y est très largement resté depuis lors. S'il ne semble pas exister de consensus sur les raisons de ces développements, deux facteurs ont principalement été mis en avant. Le premier est tout simplement que le Japon a été soumis à des chocs de demande négatifs à répétition : l'éclatement de la bulle des actifs au début des années 1990, la crise financière japonaise et la crise des devises asiatiques vers 1997, la bulle Internet aux États-Unis au début des années 2000 et la grande récession en 2008.

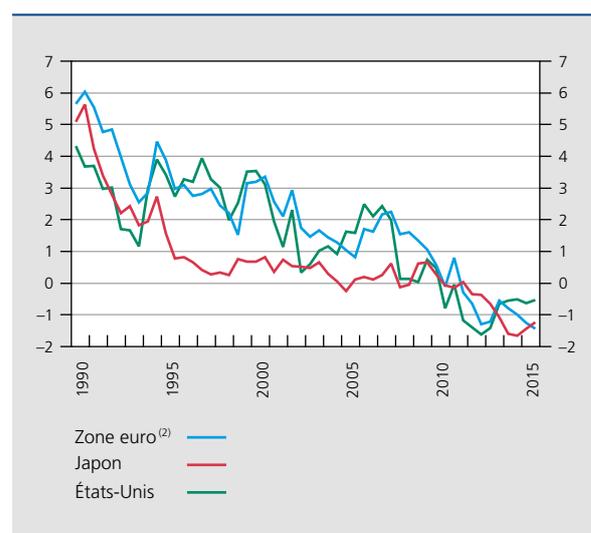
Le second facteur est quant à lui la contraction du taux réel d'équilibre qui a accompagné la diminution de la population en âge de travailler (Ikeda et Saito, 2012) et de la production potentielle (Watanabe, 2012, cité par

Nishizaki et al., 2014). Ce fléchissement du taux d'équilibre aurait empêché la banque centrale de conduire une politique monétaire suffisamment accommodante pour stabiliser la production autour de son niveau potentiel. Contrainte par la borne 0 du taux nominal, la banque centrale ne peut en effet compresser indéfiniment les taux directeurs et les conduire à un niveau suffisamment inférieur au taux réel d'équilibre pour soutenir l'activité économique. Sa capacité de stimulation est en outre d'autant plus réduite que les anticipations d'inflation et l'inflation s'inscrivent en recul (cf. supra), ce qui tire le taux réel effectif vers le haut. Un phénomène déflationniste peut dès lors potentiellement s'auto-alimenter et donner naissance à une spirale déflationniste.

À cet égard, il est frappant de constater que la Banque du Japon a eu du mal à imprimer une orientation suffisamment accommodante aux taux réels à cinq ans, généralement considérés comme des taux pertinents pour les décisions de consommation et d'investissement. Si on compare avec la stimulation monétaire orchestrée par la Banque centrale européenne ou par la Réserve fédérale américaine dans le contexte de la grande récession, la stimulation monétaire de la Banque du Japon depuis le milieu des années 1990 s'avère en réalité relativement contenue, et ce en dépit de taux nominaux s'établissant à des niveaux comparables, voire inférieurs.

Parmi les autres facteurs qui ont aussi pu contribuer à la désinflation puis à la déflation au Japon depuis le début

GRAPHIQUE 5 TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À CINQ ANS ⁽¹⁾



Sources: Thomson Reuters Datastream, Consensus Economics.

(1) Taux nominaux déflatés par les anticipations d'inflation moyennes sur la période.

(2) Données pour l'Allemagne avant 1999. Moyenne, à partir de 1999, des rendements des cinq principaux pays de la zone euro notés AAA au 30 juin 2013 (Allemagne, Autriche, Finlande, France et Pays-Bas).

des années 1990, on peut citer l'abaissement des barrières douanières, qui a accru la pression compétitive sur les marchés des biens et des services japonais (Kamada et Hirakata, 2002), les importations à bon marché en provenance des économies asiatiques émergentes comme la Chine et l'appréciation du yen vis-à-vis des autres devises, et du dollar en particulier (Ito et Mishkin, 2006).

1.2.2 Rôle de la politique monétaire

Selon la célèbre formule de Milton Friedman, « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire », et l'évolution du niveau des prix à moyen et à long termes est ainsi intimement liée à la politique monétaire qui est menée. La déflation serait dès lors essentiellement la conséquence d'une politique monétaire inadéquate. Plus spécifiquement, le recul des anticipations d'inflation qui la sous-tend peut être attribué, d'un point de vue théorique, tantôt à une réduction de la cible d'inflation de la banque centrale, tantôt à un manque de crédibilité de celle-ci (Nishizaki et al., 2014).

Dans le cas du Japon, où le ciblage de l'inflation n'a été adopté que très récemment, la baisse des anticipations d'inflation à long terme et la déflation prolongée qui y est attachée semblent être plus spécifiquement imputables à un manque de fermeté et de crédibilité de la Banque du Japon en matière de lutte contre la déflation. Ce déficit de confiance découlerait à la fois de son interprétation de la stabilité des prix, de sa stratégie de communication et de sa conduite de la politique monétaire. Le fait de se voir accorder l'indépendance à la fin des années 1990 aurait en outre contribué à une attitude relativement conservatrice.

Absence de définition de la stabilité des prix

Vers le milieu et la fin des années 1990, la Banque du Japon s'est montrée critique à l'égard des différents indices de prix disponibles et a entretenu un certain flou sur sa manière de mesurer et d'interpréter la stabilité des prix. En dépit des nombreux appels du monde politique et universitaire dans ce sens (Ito et Mishkin, 2006), elle a longtemps rejeté le ciblage de l'inflation, qui joue pourtant un rôle-clé dans l'ancrage des anticipations.

En mai 1994, le gouverneur Mieno affirmait ainsi par exemple « qu'il n'était pas approprié de se focaliser sur un indice de prix en particulier » et, en 2000, le gouverneur Hayami définissait la stabilité des prix comme « une situation ni inflationniste ni déflationniste », considérant comme inapproprié de lui attribuer une valeur numérique (Nishizaki et al., 2014). En mars 2001, la Banque du Japon a finalement annoncé qu'elle retenait l'indice des prix

à la consommation (IPC) à l'exclusion des produits alimentaires frais pour évaluer la stabilité des prix et qu'elle mènerait une politique monétaire accommodante jusqu'à ce que la croissance de celui-ci « se stabilise à un niveau supérieur à zéro » (Ito, 2004). Aucune précision supplémentaire n'était toutefois apportée. En 2006, la Banque a finalement fait savoir qu'elle interpréterait dorénavant la stabilité des prix à moyen et à long termes comme une progression annuelle de l'IPC comprise entre 0 et 2 %, tout en visant le point médian de 1 %. Après avoir précisé plus clairement un objectif de 1 % en février 2012, ce n'est toutefois qu'en janvier 2013 qu'une cible de 2 % pour l'inflation globale a été décrétée.

Une communication ambiguë

Bien qu'attachée à la stabilité des prix, et à ce titre soucieuse de dissiper les craintes déflationnistes, la Banque du Japon semble avoir partiellement minimisé l'importance de la déflation, se montrant parfois ambiguë sur sa détermination à ou sur sa capacité de la combattre. Au début des années 2000, le gouverneur Hayami a ainsi rejeté l'idée que le pays se trouvait en situation de déflation. Il a par ailleurs laissé entendre que la déflation pouvait être bénigne dans la mesure où elle résultait d'innovations technologiques et de progrès en matière de distribution. Enfin, balayant les arguments en faveur du ciblage de l'inflation, il a soutenu que l'inflation n'était pas la solution aux problèmes économiques du pays (Hayami, 2000). Longtemps réticente à l'adoption de mesures de politique monétaire non conventionnelles, la Banque du Japon n'a élevé que tardivement la lutte contre la déflation au rang de priorité absolue. À cet égard, l'arrivée du gouverneur Fukui, qui a remplacé le gouverneur Hayami en 2003, semble avoir constitué un tournant (Ito, 2004).

Mesures de politique monétaire

La Banque du Japon a commencé à imprimer une orientation accommodante à sa politique monétaire dès 1991, dans un contexte où les prix des terrains avaient déjà entamé leur descente mais où l'inflation dépassait encore 3 %. De manière générale, la politique monétaire menée à la suite de l'éclatement de la bulle est toutefois jugée plutôt restrictive (Ito et Mishkin, 2006).

Le principal taux d'intérêt directeur a été abaissé de 6 à 0,15 % entre juin 1991 et février 1999, date d'adoption par la Banque du Japon d'une politique dite de taux zéro (Zero Interest Rate Policy ou ZIRP). Dès le printemps de 2000, le gouverneur Hayami avait toutefois laissé entendre que la ZIRP pourrait prendre fin. En dépit d'une inflation toujours négative et d'une farouche opposition des mondes politique et universitaire (Ito et Mishkin, 2006),

la cible, après avoir été amenée à 0, a effectivement été relevée de 25 points de base en août de la même année. En mars 2001, à la suite d'une nouvelle détérioration de l'activité économique, la Banque du Japon a toutefois fait machine arrière, revenant à sa politique de taux zéro. La question de savoir si la banque centrale aurait dû mettre en œuvre une politique de taux zéro plus rapidement n'est pas véritablement tranchée, mais il est un fait que les taux directeurs ont été réduits nettement plus rapidement dans la zone euro et aux États-Unis au cours de la récente crise.

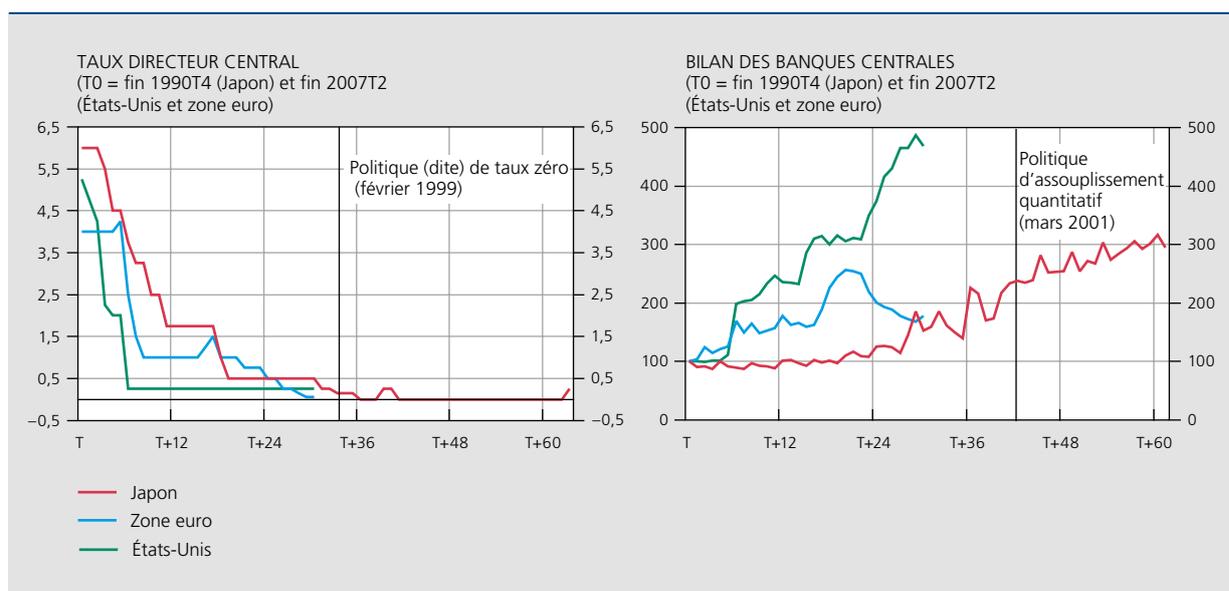
En mars 2001 toujours, alors qu'elle s'était longtemps montrée réticente à tout assouplissement monétaire additionnel (Ito et Mishkin, 2006), la Banque du Japon a par ailleurs amorcé la conduite d'une politique d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing Policy ou QEP). Dans ce cadre, elle a fait passer sa cible de politique monétaire du taux au jour le jour au solde des comptes courant détenus auprès d'elle par les banques commerciales et a procédé à l'acquisition de titres tant publics que privés. Si la QEP a été étendue à plusieurs reprises, elle est cependant restée relativement modeste. Entre mars 2001 et mars 2006, date à laquelle la Banque du Japon a mis un terme à sa politique, le bilan de la Banque du Japon ne s'est en effet accru que de 25 % environ. Par comparaison, durant la grande récession, le bilan de la Réserve fédérale américaine a plus que triplé entre la mi-2007 et la mi-2012, tandis que celui de la Banque centrale européenne a gonflé d'environ 150 % sur la même période.

Le rôle de l'indépendance

La Banque du Japon n'est devenue indépendante et pleinement responsable de la politique monétaire qu'en avril 1998. C'est à cette date que le mandat de préserver la stabilité des prix lui a été confié, tandis que l'ancienne loi régissant ses activités lui donnait pour mission de contribuer à maximiser la croissance potentielle de l'économie (Ito, 2004). Le fait, pour la Banque du Japon, de se voir accorder l'indépendance semble avoir contribué à lui faire adopter des positions conservatrices qui ont potentiellement grevé sa crédibilité en matière de lutte contre la déflation. L'indépendance acquise tardivement par la Banque du Japon semble ainsi avoir favorisé un biais de ses membres en faveur d'une inflation trop basse plutôt que trop haute et, pour d'aucuns, elle serait arrivée au mauvais moment (Ito et Mishkin, 2006).

De manière générale, les critiques de la conduite de la politique monétaire japonaise arguent qu'une politique plus assertive et plus cohérente dès le début des années 1990 aurait dû permettre d'éviter la déflation, ou à tout le moins d'y mettre fin plus rapidement. Les défenseurs de la politique adoptée par la Banque du Japon arguent pour leur part que les mesures prises ont permis d'empêcher un déclin supplémentaire de l'activité et l'émergence d'une spirale déflationniste.

GRAPHIQUE 6 TAUX DIRECTEUR ET BILAN DES BANQUES CENTRALES



Source: Thomson Reuters Datastream.

1.2.3 Pourquoi le Japon a-t-il évité la spirale déflationniste ?

Si la déflation japonaise a été généralisée et inattendue, elle est néanmoins restée modérée, tout en s'inscrivant dans la durée. Ceci donne à penser que l'économie japonaise a structurellement évolué vers un nouvel équilibre.

Généralisée et non anticipée

La déflation japonaise a touché une large gamme de biens et de services (Nishizaki et al., 2014). Comme en témoigne le recul plus prononcé du déflateur du PIB que de l'indice des prix à la consommation, elle a principalement été domestique et n'a guère émané de chocs externes liés à l'évolution des prix des matières premières. Par ailleurs, elle n'a pas découlé de chocs de productivité positifs, qui se seraient logiquement accompagnés d'une croissance accélérée de la production. Elle provient ainsi essentiellement d'une faiblesse de la demande agrégée, ce qui la rend potentiellement maligne (Ito et Mishkin, 2006).

Un autre aspect potentiellement non dénué de conséquences sur le plan macroéconomique est son caractère inattendu. Que ce soit préalablement à son émergence, lors de son apparition vers la moitié des années 1990 ou encore au début des années 2000, les anticipations d'inflation telles que rapportées par Consensus Economics n'ont en effet jamais laissé entrevoir de période prolongée d'évolution négative du niveau des prix.

Dans la mesure où elle n'est pas attendue, une baisse du niveau général des prix accroît la charge réelle de remboursement d'une dette assortie d'un taux nominal fixe et se traduit dès lors par un transfert de pouvoir d'achat des débiteurs vers les créiteurs. Les débiteurs affichant généralement une propension à consommer supérieure à celle des créiteurs, ces transferts peuvent peser sur la demande agrégée et amplifier la tendance déflationniste. Un tel phénomène, dans le cadre duquel la déflation complique l'apurement des dettes et finit par s'auto-alimenter, a été qualifié de « déflation par la dette » (Irving Fisher, 1933). De même, il est possible d'envisager que, dans un contexte déflationniste qui affaiblit la position bilancielle des débiteurs, les banques se montrent plus prudentes dans leurs octrois de crédits. Cela sera d'autant plus le cas si elles cherchent également à se désendetter et si elles sont confrontées à une baisse du prix de leurs actifs. Émerge ainsi potentiellement un mécanisme dit d'accélérateur financier négatif dans lequel la dégradation de la position bilancielle des agents économiques détériore leurs conditions de financement. Un tel phénomène apparaît habituellement lors d'une chute du prix des actifs, mais il peut potentiellement se voir renforcé par une diminution du niveau général des prix.

Si elle a théoriquement pu jouer un certain rôle, il y a peu d'indications selon lesquelles la déflation non anticipée des biens et des services au Japon a ajouté aux difficultés macroéconomiques suscitées par l'éclatement de la bulle et contribué à la stagnation économique dans les années 1990. À tout le moins, les effets économiques d'une hausse de la valeur de la dette en termes réels au Japon sont restés sans commune mesure avec ce qui a été observé lors de la Grande Dépression des années 1930 aux États-Unis. En outre, si un phénomène d'accélérateur financier négatif semble s'être développé, ce serait surtout en raison de la baisse des prix des actifs (Fuchi et al., 2005).

Modérée

La déflation japonaise est généralement restée inférieure à 1 %. Compte tenu des chocs à répétition auxquels l'économie a été confrontée et de la capacité de stimulation plus limitée de la politique monétaire, il est légitime de s'interroger sur le caractère contenu de la baisse des prix et sur l'absence de formation d'une spirale déflationniste. Trois éléments de réponse peuvent être apportés.

Un premier élément est la flexibilité nominale de l'économie japonaise, et plus spécifiquement la flexibilité des salaires, généralement plus rigides que les prix. La flexibilité à la baisse des salaires nominaux permet aux salaires réels de s'ajuster à l'évolution des prix en période de déflation. De cette manière, les entreprises peuvent plus facilement préserver leurs marges, sans toucher à la force de travail. Dans un contexte où l'emploi est sauvegardé, le pouvoir d'achat au niveau macro se maintient plus largement, ce qui soutient la demande agrégée et contient l'écart de production négatif.

En règle générale, les salaires nominaux sont rigides à la baisse dans la plupart des pays (Kuroda et Yamamoto, 2014), ce qui s'expliquerait, entre autres, par l'effet négatif d'une réduction nominale des salaires sur le moral des travailleurs, un aspect-clé de leur productivité. Au Japon, une flexibilité assez large des salaires nominaux a toutefois été observée à compter de 1998. Celle-ci résulterait à la fois d'un repli des salaires nominaux des travailleurs réguliers et d'une hausse de la part des travailleurs non réguliers dans le total de la main-d'œuvre (Kuroda et Yamamoto, 2014). Elle aurait été facilitée par le fait qu'une part significative de la rémunération des travailleurs réguliers prend la forme de bonus, plus flexibles que les salaires (Ito et Mishkin, 2006). La flexibilité nominale des salaires a probablement contribué au maintien du taux de chômage japonais à un niveau relativement faible, toujours inférieur à 5,5 %.

Un deuxième élément est le déclin de la croissance potentielle, sur fond de recul tendanciel de la population et, surtout, de vieillissement de cette dernière, qui a fait fondre la population en âge de travailler au cours des 20 dernières années. L'amenuisement de la population en âge de travailler a naturellement comprimé la force de travail de l'économie et sa croissance potentielle. De cette manière, toutes choses étant égales par ailleurs, l'écart de production négatif est resté plus limité, allégeant la pression négative sur les prix.

Un troisième et dernier élément est la nette accélération de la consommation publique et le maintien de la consommation privée, deux développements qui ont soutenu la demande agrégée face à un ajustement des bilans. Le soutien apporté par la consommation privée peut paraître étonnant dans le contexte d'un effet de richesse négatif à la suite de l'éclatement de la bulle, mais il appert que les ménages ont plus largement opté pour une réduction de leur épargne. Le soutien apporté par les dépenses publiques a quant à lui joué un rôle essentiel pour contrer la chute sensible de l'investissement privé, qui a nettement tiré la croissance vers le bas depuis le début des années 1990. Cet élément souligne l'importance d'une bonne coordination de la politique monétaire

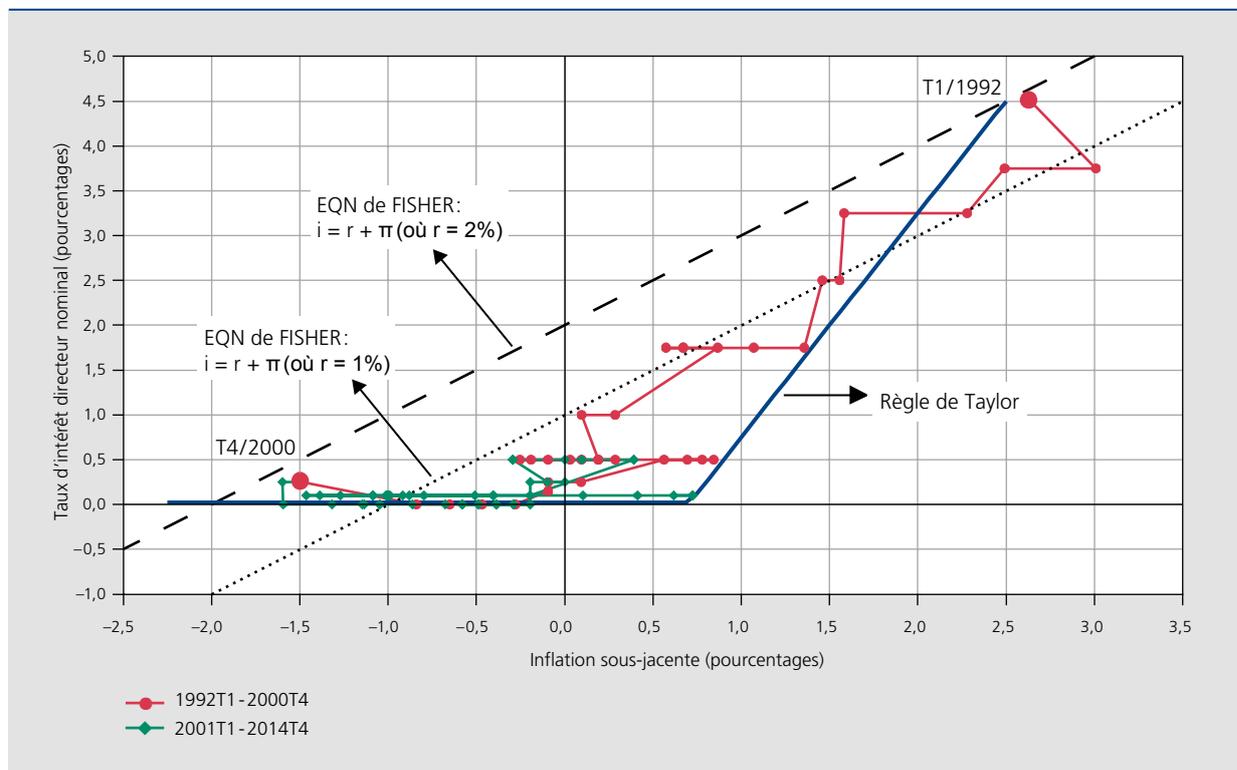
et budgétaire dans un environnement marqué par une inflation basse et une plus faible capacité de stimulation de la politique monétaire.

Persistante

La déflation japonaise s'est inscrite dans la durée puisqu'elle a marqué l'économie de l'archipel pendant plus de 15 ans. Il est ainsi possible d'arguer que le phénomène n'est pas un épisode conjoncturel temporaire mais plutôt la manifestation d'une évolution structurelle de l'économie (Nakaso, 2014).

Dans cette perspective, l'économie nipponne serait ainsi passée, entre le début des années 1990 et le début des années 2000, d'une situation d'équilibre assortie d'un niveau relativement élevé du taux d'intérêt nominal et de l'inflation à un nouvel équilibre caractérisé par un taux d'intérêt nominal proche de 0 et un régime déflationniste. Elle se serait depuis lors largement maintenue autour de ce nouvel équilibre. Le graphique 7 est basé sur l'analyse de Bullard (2010), qui montre que, à la suite de la grande récession, l'économie américaine a semblé s'orienter vers un équilibre déflationniste comparable à celui du Japon. Bullard (2010) illustre un modèle présentant deux états d'équilibre

GRAPHIQUE 7 TAUX DIRECTEUR ET INFLATION SOUS-JACENTE



Sources: Thomson Reuters Datastream, calculs propres.

possibles pour une économie : un premier où l'inflation se situe à proximité de la cible de la banque centrale et un second où l'inflation est négative mais le taux nominal nul, de sorte que le taux réel est également positif.

Les équilibres se caractérisent par la rencontre entre la droite représentant la relation de Fisher – selon laquelle le taux d'intérêt nominal est constitué du taux réel et du taux d'inflation – et la courbe symbolisant la règle de Taylor – qui décrit la manière dont le taux nominal est ajusté par les autorités monétaires en réaction à une modification du niveau d'inflation. Autour de l'équilibre inflationniste, cette courbe est plus pentue que la droite de Fisher, de façon à ce qu'une adaptation du taux nominal génère une variation du taux réel. La courbe décrite par la règle de Taylor devient horizontale lorsque le taux nominal atteint la borne de 0, puisqu'il n'est alors plus possible de répondre à une baisse de l'inflation par une diminution du taux directeur.

Au point d'équilibre en haut à droite, l'inflation a atteint sa cible et, en l'absence de choc, il n'y a pas de raison de modifier le taux d'intérêt nominal ou le taux d'inflation. Si toutefois l'inflation venait à diminuer quelque peu par rapport à la cible, la banque centrale réagirait en abaissant plus que proportionnellement le taux nominal. Inversement, si l'inflation venait à dépasser la cible, la banque centrale augmenterait plus que proportionnellement le taux d'intérêt nominal. Les déséquilibres temporaires sont ainsi corrigés par une adaptation du taux réel. Ce point représente peu ou prou l'économie japonaise au premier trimestre de 1992. Avec un taux d'inflation de l'ordre de 2,5 % et une croissance potentielle de 2 %, le taux nominal tournait alors aux alentours de 4,5 %.

Au point d'équilibre situé en bas à gauche, le taux nominal a atteint son niveau plancher – c'est à dire que la banque centrale ne peut plus stimuler davantage l'économie – et l'inflation évolue en terrain négatif, largement en deçà de sa cible. Qu'elle diminue ou se redresse quelque peu à ce stade, elle restera fort éloignée de l'objectif de la banque centrale, et cette dernière maintiendra dès lors son taux directeur nominal à 0. La politique monétaire est en réalité passive. Dans la mesure où le taux réel effectif atteint son niveau d'équilibre, l'économie croît toutefois à son taux potentiel, dont le recul en comparaison avec le début des années 1990 tient aux développements en termes démographiques et de productivité. Ceci illustre la neutralité de la monnaie à long terme : sur la durée, le taux de croissance des variables réelles est indépendant de ceux de variables nominales telles que l'inflation ou le taux d'intérêt nominal.

Le passage du premier équilibre au second tend à se faire lorsque la pente de la courbe de la règle de Taylor devient

inférieure à 1. Dans ce cas, la banque centrale n'est plus capable de réagir de manière plus que proportionnelle à une baisse de l'inflation en deçà de sa cible, et il est dès lors plus probable que l'économie évoluera vers le second équilibre. La relative timidité de la politique monétaire menée par la Banque du Japon peut à cet égard être interprétée comme une réaction trop modérée aux écarts négatifs d'inflation, laquelle n'a pas permis de générer une diminution suffisamment prononcée et rapide du taux d'intérêt réel effectif.

1.3 Un nouvel équilibre : des performances macroéconomiques honorables mais un équilibre fragile

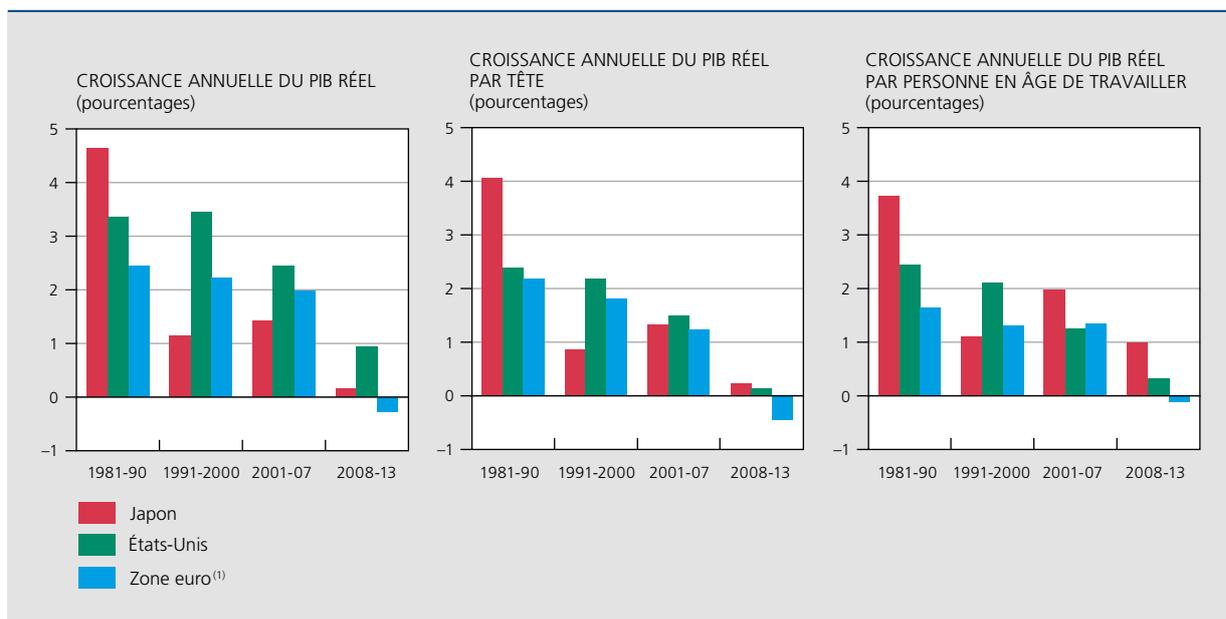
Sur la période récente, la croissance réelle de l'économie japonaise semble ainsi tourner autour de son niveau potentiel, ce qui suggère que le nouvel équilibre faiblement déflationniste qui a été atteint au début des années 2000 ne comporte pas de coût. Cette thèse soulève cependant deux questions importantes : d'une part, pourquoi, dans ce cas, est-il régulièrement fait référence aux « décennies perdues » qu'a traversées le Japon à la suite de l'éclatement de la bulle (cf. par exemple Lipton, 2014) et, d'autre part, cet équilibre est-il stable et véritablement exempt de toute forme de coût ?

Des performances macroéconomiques honorables

Le qualificatif de décennies perdues attribué à l'évolution économique du Japon au cours des 20 et quelques dernières années s'explique par le fait que l'écart de production dans l'archipel est demeuré très largement négatif depuis le début des années 1990, tandis que la croissance économique y a été inférieure à celle observée aux États-Unis ou dans la zone euro. À y regarder de plus près toutefois, à savoir lorsqu'il est tenu compte des évolutions démographiques qu'a connues le pays, le terme « perdues » s'avère en partie galvaudé.

Deux indicateurs pertinents des performances économiques des économies avancées sont en effet la croissance réelle par tête et, plus encore, la croissance réelle par personne en âge de travailler. La croissance réelle par tête donne une indication de l'évolution du niveau de vie matériel de la population, tandis que la production réelle par personne en âge de travailler renseigne sur la capacité d'une économie à exploiter efficacement son potentiel de production. Si on se fonde sur le premier indicateur, il apparaît que les performances du Japon ont été inférieures à celles des États-Unis et de la zone euro dans les années 1990, mais que tel n'a plus été le cas pendant les années 2000. Il appert en outre que le Japon s'en

GRAPHIQUE 8 CROISSANCE ANNUELLE DU PIB



Sources: OCDE, calculs propres.

(1) Six principales économies de la zone euro : Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie et Pays-Bas.

est relativement mieux sorti depuis la grande récession amorcée en 2008. Sur la base de la croissance réelle par personne en âge de travailler, le Japon a également affiché des performances médiocres dans les années 1990 – surtout en comparaison des États-Unis –, mais il semble avoir fait nettement mieux que les deux autres économies depuis.

Il s'avère en réalité que les moins bonnes performances du Japon en termes de croissance économique réelle au cours des deux dernières décennies s'expliquent dans une large mesure par les évolutions démographiques qu'a connues le pays. Compte tenu de celles-ci, il y a lieu de relativiser quelque peu le qualificatif de « décennie perdue » attribué aux années 1990 dans l'archipel nippon, tandis que l'application d'un tel qualificatif aux années 2000 n'a pas de sens. Ces résultats sont en ligne avec l'idée susmentionnée selon laquelle l'économie aurait atteint un nouvel équilibre, caractérisé par un niveau d'inflation faible et un taux de croissance correspondant à son potentiel.

Un équilibre fragile

Du fait de la borne inférieure de 0 pour le taux directeur nominal, une situation déflationniste limite la capacité de la banque centrale à stimuler l'activité économique et à soutenir l'inflation. Dès lors, le risque, en cas de choc pour l'économie, de tomber dans une situation de stagnation séculaire, c'est à dire une situation dans laquelle

la croissance demeure nulle ou anémique en raison du caractère inopérant de la politique monétaire traditionnelle, est accru (cf. BNB, 2015, 55-57). Une croissance économique plus faible en termes nominaux traduit par ailleurs un risque plus élevé pour la soutenabilité de la dette publique (cf. infra). Dans ce contexte, s'il ne semble pas présenter de coûts directs en termes réels, l'équilibre qui caractérise l'économie japonaise depuis le début des années 2000 apparaît néanmoins fragile et potentiellement onéreux.

D'un point de vue théorique, plusieurs réponses sollicitant les politiques macroéconomique et structurelle peuvent être apportées au risque de stagnation séculaire. Premièrement, l'adoption par la banque centrale d'une cible d'inflation qui facilite l'ancrage des anticipations, limitant ainsi le risque de déflation. Pour les pays qui en disposent déjà, une possibilité réside dans le relèvement de cette cible, qui se doit toutefois de rester crédible. Deuxièmement, le recours par la banque centrale aux instruments de politique monétaire dits non conventionnels tels que l'assouplissement quantitatif et les orientations prospectives, qui permettent de peser sur les taux à plus long terme de l'économie. Troisièmement, la conduite d'une politique budgétaire expansionniste qui soutient la demande agrégée et réduit l'écart de production négatif. Enfin, quatrièmement, la mise en œuvre de réformes structurelles qui soutiennent le potentiel de croissance. Si ces dernières peuvent temporairement avoir des effets

négatifs sur la demande agrégée et/ou creuser l'écart de production négatif, elles doivent à terme renforcer la croissance observée en permettant une utilisation plus efficace des ressources de l'économie. La politique prônée depuis 2013 par le Premier ministre japonais Shinzo Abe et plus connue sous le nom d'« Abenomics » reprend précisément ces différents éléments.

2. Abenomics

En 2013, le Premier ministre japonais a lancé un programme économique baptisé « Abenomics ». Ce programme repose sur trois piliers et a pour but de mettre un terme à la période de stagnation économique et de déflation tout en s'attaquant au problème de la dette publique élevée qui continue de croître. Le premier pilier concerne la politique monétaire et constitue un changement radical du régime de politique monétaire. En janvier 2013, la Banque du Japon a instauré un objectif d'inflation quantitatif de 2 %, puis, en avril 2013 – après la nomination du gouverneur Kuroda –, une politique d'assouplissement qualitatif et quantitatif visant initialement à atteindre l'objectif d'inflation défini avant la fin de 2015.⁽¹⁾ Le deuxième pilier comprend la politique budgétaire, qui s'est vu attribuer une orientation expansionniste favorable à la croissance à court terme mais un objectif de consolidation sur le plus long terme, au motif que la soutenabilité de la dette publique est l'un des risques les plus saillants pour l'économie japonaise. Le troisième pilier recouvre les réformes structurelles visant à soutenir les investissements privés et à accroître le potentiel de croissance. Le gouvernement nippon a concrétisé ces mesures en juin 2013 sous l'appellation de « Japan Revitalization Strategy ». Une mise à jour de cette stratégie opérée en juin 2014 a ajouté un objectif de croissance moyenne de 2 % du PIB réel d'ici 2022. Ce troisième pilier représente la composante la plus cruciale d'Abenomics, dans la mesure où ni une politique monétaire accommodante, ni une politique budgétaire expansionniste ne permettraient d'imprimer durablement à l'économie une trajectoire de croissance supérieure et de garantir la soutenabilité de la dette publique.

2.1 Politique monétaire

La politique monétaire telle qu'elle est exprimée au titre du premier pilier d'Abenomics constitue une rupture importante avec la politique menée jusqu'alors. Dans le cadre de son programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif, la Banque du Japon a annoncé son intention

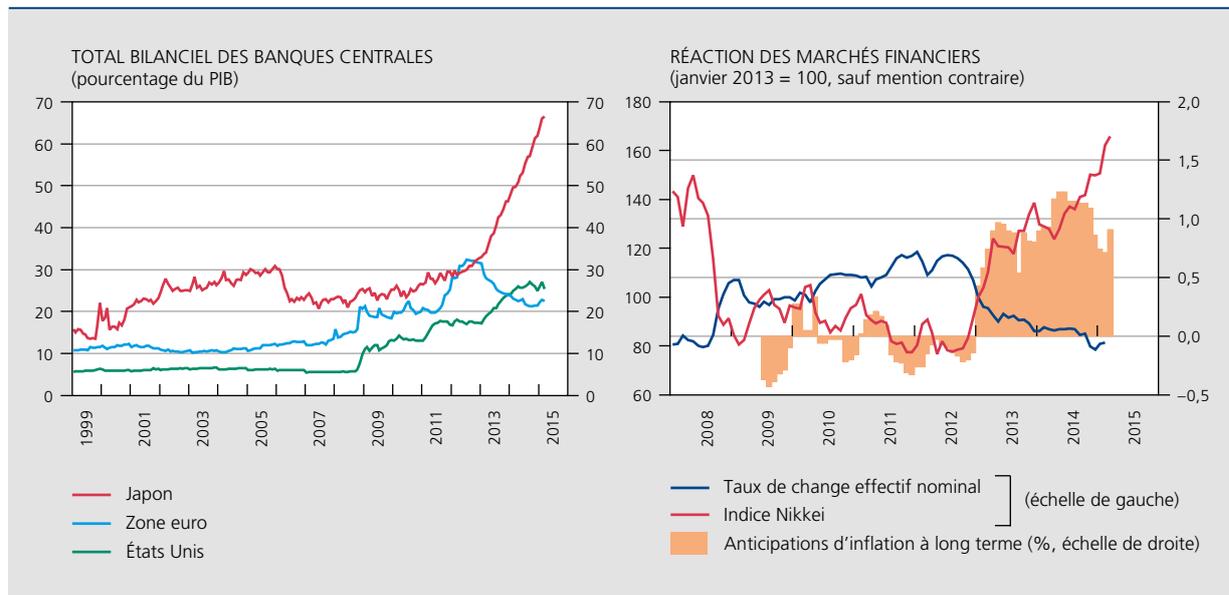
de doubler la base monétaire en l'espace de deux ans. D'un point de vue quantitatif, cet objectif impliquait une augmentation de 50 000 milliards de yens par an, laquelle a été portée à 80 000 milliards de yens par an au terme d'une nouvelle décision prise en octobre 2014. Il s'agit d'une injection massive de liquidités dans l'économie (s'élevant actuellement déjà à plus de 60 % du PIB) en comparaison de l'expansion des bilans des banques centrales opérée dans d'autres pays au cours de la crise financière mondiale.

Sur le plan qualitatif, les acquisitions d'actifs portent essentiellement sur des obligations d'État, mais également sur des actifs privés comme des effets de commerce, des obligations d'entreprise, des *exchange traded funds* (ETF) et des *real estate investment trusts* (REIT). La durée résiduelle des obligations d'État détenues a été allongée, passant d'un peu moins de trois ans à environ sept ans, ce qui a entraîné un glissement vers le bas de l'ensemble de la courbe des taux d'intérêt sans risque. Un élément essentiel à la crédibilité du programme d'assouplissement qualitatif et quantitatif tient à l'engagement à durée indéterminée (*open-ended commitment*) qui a été annoncé. Il s'agit d'un engagement ferme de satisfaire à l'objectif d'inflation qui a été défini. En d'autres termes, le programme d'achats ne sera pas interrompu tant que l'objectif d'inflation n'aura pas été atteint. Ceci devrait permettre d'éviter que ne se reproduise un scénario tel que celui qui avait été observé en 2006, lorsque le programme d'assouplissement quantitatif de l'époque avait été interrompu alors que l'inflation était encore négative. Cette décision avait rendu le Japon vulnérable à une poussée déflationniste dans l'éventualité d'un nouveau choc négatif significatif de la demande, qui s'était d'ailleurs matérialisé dans le contexte de la crise financière amorcée en 2008.

Dans un premier temps, comme escompté, l'effet exercé sur les anticipations d'inflation a été haussier, générant donc une baisse des taux d'intérêt réels, également due au fait que les achats d'obligations d'État par la Banque du Japon ont pesé sur les taux nominaux. Les anticipations d'inflation se sont toutefois stabilisées à un niveau inférieur à l'objectif de 2 %, ce qui pointe un manque de crédibilité de la banque centrale. À mesure qu'il est apparu, au cours de 2014, que le Japon retomberait en récession à la suite du relèvement du taux de TVA et dans le contexte d'un reflux sensible des cours du pétrole, les anticipations d'inflation se sont également repliées. La Banque du Japon a dès lors jugé nécessaire d'insuffler un incitant supplémentaire à partir de la fin d'octobre 2014. Outre le recul des taux d'intérêt réels, la dépréciation du yen japonais a elle aussi donné lieu à un assouplissement des conditions monétaires, ce qui a été bénéfique pour

(1) Entretemps, l'échéance a toutefois été reportée au premier semestre de 2016.

GRAPHIQUE 9 LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE DU JAPON



Source: Thomson Reuters Datastream.

la compétitivité. L'assouplissement qualitatif et quantitatif a par ailleurs induit une augmentation significative des cours des actions. Dans la mesure où les perspectives de croissance n'ont pas subi de révision spectaculaire à la hausse, certains commentateurs se demandent si ce rebond est véritablement conforme aux flux de dividendes futurs attendus.

2.2 Politique budgétaire

Le deuxième pilier, celui de la politique budgétaire, combine un incitant à court terme avec une consolidation (à moyen ou) à long terme. Il a ainsi été prévu d'atteindre un équilibre primaire et de stabiliser le ratio d'endettement d'ici 2020. Une première phase sur la voie de la consolidation budgétaire consistait initialement à relever la TVA en deux étapes. La première majoration (de 5 à 8 %) a été opérée en avril 2014, mais elle a été suivie d'une récession économique. Ce constat illustre un premier défi en matière de politique budgétaire, à savoir concilier l'assainissement budgétaire prévu avec la réalisation de l'objectif de croissance réelle de 2 %. Le gouvernement a réagi à cette récession technique en décidant, à la fin de 2014, de mettre en place un incitant budgétaire supplémentaire et de reporter à plus tard la deuxième majoration de la TVA (à 10 %). Cette décision met cependant en péril l'objectif d'équilibre budgétaire pour 2020.

Le principal défi pour le programme Abenomics, et pour l'économie japonaise en général, réside en effet dans la soutenabilité de la dette publique. Si les charges d'intérêts sont demeurées relativement limitées en raison des achats massifs d'emprunts d'État par la Banque du Japon et de l'excédent d'épargne persistant dans le secteur privé, l'ampleur de la dette publique rend le Japon vulnérable à une éventuelle hausse des taux d'intérêt. Dans la mesure où Abenomics, qui postule un objectif d'inflation de 2 % et un objectif de croissance réelle de 2 %, porte ses fruits, on peut tabler sur une augmentation des taux d'intérêt nominaux et, partant, des charges d'intérêts. L'OCDE (OECD, 2015) a simulé plusieurs scénarios prévoyant la décision ou non par les autorités japonaises d'adopter des mesures d'économie supplémentaires pour compenser l'accroissement des charges d'intérêts et postulant un rebond tant de la croissance réelle que de l'inflation. D'après ces simulations, qui se fondent sur une croissance nominale de 2,75 %, si les autorités japonaises ne prennent pas de mesures de consolidation budgétaire supplémentaires, la dette publique pourrait atteindre 400 % du PIB en 2040. Les taux d'intérêt pourraient alors grimper à 7 %, sous l'effet de primes de risque plus importantes. Dans l'éventualité d'une consolidation budgétaire supplémentaire de quelque 7 % du PIB – passant par exemple par un relèvement de la TVA de 8 à 22 % – le ratio de la dette en viendrait soit à se stabiliser au niveau élevé actuel, soit à retomber à 122 % du PIB en 2040, en fonction de la croissance nominale moyenne.

Les principaux facteurs qui ont contribué à la soutenabilité de la dette publique au Japon sont la préférence nationale (*home bias*) de l'investisseur nippon et l'excédent d'épargne du secteur privé, ce qui va de pair avec l'excédent du compte des opérations courantes et a induit une position nette internationale largement positive.

Quelque 90 % de la dette publique japonaise sont détenus par les résidents. La littérature économique a toujours eu du mal à apporter une explication univoque à cette préférence nationale, qui conduit les investisseurs à accepter des rendements moindres sur les actifs nationaux – même ajustés pour le risque. Les facteurs explicatifs qui sont avancés sont l'aversion pour les risques de change et les exigences prudentielles en matière de fonds propres, les titres publics (nationaux) se voyant attribuer une pondération pour les risques faible voire nulle (Hoshi et Ito, 2014). La grande majorité de la dette publique japonaise est aux mains d'établissements financiers nationaux (banques, entreprises d'assurance et fonds de pension). Le récent fléchissement de leur part est presque intégralement compensé par le programme d'achats de la banque centrale, qui acquiert essentiellement des titres à long terme. La progression, même limitée, de la détention étrangère depuis 2007 reflète surtout l'intérêt porté aux emprunts publics à court terme (moins d'un an) dans le contexte d'un report sur les valeurs sûres et d'une convergence vers les taux japonais dans les autres économies avancées (Horioka et al., 2013).

Ces dernières décennies, le comportement d'épargne des Japonais s'est traduit par un gonflement substantiel de leur patrimoine, ce qui se reflète par ailleurs dans une position extérieure globale nette très positive, puisqu'elle atteignait 74 % du PIB en 2013. Cependant, quelques glissements ont récemment été observés dans les comportements d'épargne, qui sont susceptibles de nuire à cette position initiale favorable (dans une perspective de soutenabilité de la dette publique). Ces dernières années, ce sont surtout les entreprises qui ont contribué au surplus d'épargne du secteur privé, tandis que le taux d'épargne des ménages s'est considérablement replié, devenant même récemment négatif en pourcentage du revenu disponible des ménages. Les facteurs qui concourent à cette évolution sont le vieillissement de la population, mais également des développements conjoncturels comme la baisse des salaires réels. En outre, il est souhaitable pour la croissance économique que les entreprises réduisent le surplus d'épargne au profit d'investissements ou de salaires plus élevés. Considéré sous un autre angle, l'excédent du compte courant diminue lui aussi en raison d'une balance commerciale devenue déficitaire. Cette évolution n'est que partiellement imputable à l'accroissement des importations énergétiques qui a suivi la catastrophe

nucléaire de Fukushima. Aussi longtemps que le solde du compte courant reste positif, l'acheteur « marginal » de la dette publique nouvellement émise est potentiellement un résident et, compte tenu de la préférence nationale précitée, la probabilité qu'il en soit un dans les faits est grande. Toutefois, un nouveau recul de ce solde pourrait mettre à mal cette situation.

2.3 Politique structurelle

Le troisième pilier du programme Abenomics, qui en est aussi le plus important, est la mise en œuvre de réformes structurelles. On attend de la politique de relance de la demande constituée des deux premiers piliers (les mesures de natures monétaire et budgétaire) qu'elle puisse donner l'impulsion nécessaire pour sortir l'économie japonaise de l'équilibre déflationniste dans lequel elle se trouve depuis plus d'une décennie déjà (cf. section 1.3). Cependant, la possibilité ou non pour l'économie japonaise d'afficher durablement une croissance plus soutenue (à moyen ou à long terme) dépendra de la mise en œuvre effective de réformes structurelles et de l'incidence positive de celles-ci sur la croissance potentielle. Les réformes structurelles peuvent également générer un effet positif à court terme, la perspective d'une productivité et de revenus plus élevés à l'avenir étant susceptible de conduire à des investissements supplémentaires et à de nouvelles dépenses de la part des ménages (BCE, 2015).

La politique structurelle, baptisée Revitalization Strategy, cible différents domaines : les soins de santé, l'agriculture, les traités commerciaux, la gouvernance d'entreprise, le marché du travail, la sécurité sociale et les pensions, la réforme fiscale, le secteur énergétique et la réforme du système électoral. Les principaux défis que doit relever la Revitalization Strategy sont la baisse de l'offre effective de main-d'œuvre, la poursuite de l'intégration du Japon dans l'économie mondiale et l'accroissement de la productivité.

2.3.1 Freiner la baisse de l'offre effective de main-d'œuvre

Au Japon, la population en âge de travailler décline depuis la moitié des années 1990. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochaines décennies, et ce à un rythme plus soutenu que celui du recul de la population totale – en raison du vieillissement croissant –, entraînant une forte hausse du taux de dépendance. La population totale reviendra de 127 millions de personnes à l'heure actuelle à moins de 100 millions à l'horizon de 2050, tandis que la population en âge de travailler retombera de quelque 78 millions de personnes aujourd'hui à 50,5 millions en 2050.

Ce repli peut être partiellement freiné par un accroissement du taux d'activité de la population active féminine. Si les taux d'activité de la population active masculine et féminine, qui s'établissent aujourd'hui à respectivement 85 et 66 %, restent au niveau de 2014, la population active reviendra à 38 millions de personnes en 2050, contre 59 millions à l'heure actuelle. Compte tenu du taux d'activité déjà élevé des hommes, la limitation de la baisse de la population active doit essentiellement passer par une progression du taux d'activité des femmes. Dans la mesure où le taux d'activité des femmes augmenterait de 1 point de pourcentage par an pour atteindre le niveau actuel des hommes, la population active ne descendrait pas en deçà de 43 millions de personnes.

La faible participation des femmes au marché du travail s'explique dans une large mesure par le fait qu'au Japon, moins de la moitié d'entre elles reviennent sur le marché du travail après la naissance d'un enfant. La Revitalization Strategy prévoit dès lors une hausse du nombre de places d'accueil pour les enfants. En outre, les études montrent souvent une recrudescence du taux de natalité lorsque la garde d'enfants est étendue. Par ailleurs, une révision de l'impôt des personnes physiques, qui prévoit aujourd'hui que la présence d'un conjoint inactif dans le ménage donne droit à un important abattement, pourrait contribuer à soutenir l'activation des femmes japonaises.

L'assouplissement des règles d'immigration peut également concourir à soutenir le niveau de la population active. Entre 2001 et 2011, la part des étrangers dans la population japonaise n'est passée que de 1,4 à 1,6 %, alors que des enquêtes menées auprès des entreprises pointent déjà un déficit de main-d'œuvre. La Revitalization Strategy n'énonce toutefois pas de critères quantitatifs en matière d'immigration. Enfin, le relèvement du taux d'emploi des travailleurs âgés peut lui aussi apporter une contribution substantielle. De nombreuses entreprises imposent actuellement un âge obligatoire de départ à la retraite de 60 ans, notamment parce que les barèmes salariaux sont établis en fonction de l'âge.

2.3.2 Intégrer le Japon dans l'économie mondiale

Alors que, dans les années 1980, le Japon se trouvait à la frontière technologique globale, ce qui lui procurait un avantage concurrentiel, tel n'est plus le cas aujourd'hui. Des indicateurs mesurant la compétitivité au sens large, tel l'*international competitiveness indicator* de l'International Institute for Management Development (IMD), montrent que le Japon a dégringolé de la première place, qu'il avait occupée de 1989 à 1993, à la 27^e place (sur 59 pays) en 2012. Ces deux dernières décennies, la part du Japon dans le commerce mondial – mesurée sur la

base des exportations – est par ailleurs retombée de 10 à 4 %. En outre, le Japon a aussi enregistré une nette détérioration de ses termes de l'échange, les prix des exportations japonaises étant mis sous pression du fait de la concurrence des pays asiatiques émergents.

La Revitalization Strategy a pour objectif de réaliser 70 % des échanges commerciaux totaux avec des pays avec lesquels un accord commercial a été signé (les « accords de partenariat économique »). À l'heure actuelle, les 14 accords conclus couvrent environ 25 % du total des échanges commerciaux du Japon. L'archipel tente dans ce contexte de mettre en place le Partenariat transpacifique et de passer des accords supplémentaires avec d'importants partenaires commerciaux, tels les États-Unis, la Chine et l'Union européenne. C'est surtout le secteur des services qui dispose encore d'une vaste marge pour s'ouvrir à l'international et ainsi produire un effet positif sur la productivité de ce secteur. Un autre élément de taille est que, pour la première fois, la protection dont bénéficie le secteur agricole sera enfin progressivement réduite.

La poursuite de la libéralisation du commerce devrait également attirer des investissements directs étrangers. Bien que des entreprises japonaises soient présentes dans le monde entier, l'encours national d'investissements directs étrangers est l'un des plus faibles parmi les économies développées (moins de 4 % du PIB, contre une moyenne de 35 % dans l'OCDE). Dans le cadre de la Revitalization Strategy, le montant total devrait doubler d'ici 2020. D'après les entreprises étrangères, les principaux obstacles aux investissements étrangers au Japon sont le faible niveau des fusions et acquisitions, le taux élevé de l'impôt des sociétés, le manque de clarté du cadre réglementaire, le haut degré de protection de l'emploi et les règles entravant l'immigration de main-d'œuvre étrangère (European Business Council in Japan, 2014).

2.3.3 Accroître la productivité

Au-delà de l'accroissement de la productivité par la poursuite de l'ouverture de l'économie japonaise à la concurrence internationale, la Revitalization Strategy vise à agir sur la productivité en améliorant le cadre de gouvernance des entreprises, l'objectif étant de l'aligner sur les normes de l'OCDE. La réduction des participations croisées et la présence encouragée/requise d'allochtones dans les organes de direction ou d'administration peuvent notamment y contribuer.

Démentant l'adage selon lequel « All Japanese are middle-class », les inégalités ont fortement augmenté ces 30 dernières années dans l'archipel (Aoyagi et al., 2015). Le marché du travail japonais se caractérise en effet par un degré

croissant de dualisme entre les travailleurs ayant un contrat « régulier » (*regular*) et ceux ayant un contrat « non régulier » (*non-regular*). La part de ce dernier groupe est passée de 20 % en 1980 à 35 % en 2013. Ce sont principalement les femmes et les personnes plus âgées qui trouvent de l'emploi dans ce circuit. En plus de la différence salariale substantielle (de l'ordre d'un tiers à la moitié du salaire), ces emplois pâtissent d'une plus faible sécurité d'emploi, d'une moins bonne protection sociale et de moins de formations, ce qui nuit à leur productivité.

3. Leçons pour la zone euro

Dans cette dernière partie, nous tirons un certain nombre de leçons de l'expérience japonaise des 25 dernières années, qui s'adressent en particulier à la zone euro. Trois grands enseignements s'imposent : prévenir les crises plutôt que les guérir, préserver d'emblée un bon ancrage des anticipations d'inflation et réagir de manière prompte et coordonnée par une politique de la demande et de l'offre. La réalité japonaise démontre par ailleurs que les coûts de la déflation dépendent des caractéristiques d'une économie, et plus spécifiquement de sa flexibilité nominale.

Prévenir les crises plutôt que les guérir

Près de sept ans après le début de la grande récession aux États-Unis et dans la zone euro, il ne fait guère de doute que les récessions qui accompagnent les crises financières s'inscrivent dans la durée et qu'elles sont sévères. Le Japon des années 1990 en offre une autre illustration. Les travaux de recherche montrent par ailleurs que ces épisodes ne sont pas isolés : Taylor (2015) a présenté un grand nombre de travaux sur le sujet et est parvenu à la conclusion que les récessions qui succèdent à des crises financières sont plus longues et plus profondes que celles qui sont associées à d'autres chocs.

Ceci souligne l'importance de prévenir la survenance d'une crise financière. Bien que cette leçon semble aujourd'hui évidente, il appert pourtant que les dirigeants n'ont pas suffisamment tiré les enseignements de l'expérience japonaise, qui démontre les conséquences dommageables de l'éclatement d'une bulle financière.

C'est dans cette optique qu'au cours des dernières années, a démarré le renforcement des cadres institutionnels européen et belge. Un accent plus marqué a été placé sur la dimension macroprudentielle de la supervision, de manière à veiller non seulement à la santé des institutions financières individuelles, mais également à la dimension systémique de la stabilité financière. La conduite de la

politique macroprudentielle a en outre été confiée à de nouvelles institutions : au niveau européen, le Comité européen des risques systémiques a été mis en place et la BCE s'est vu décerner un rôle accru dans le cadre du mécanisme de surveillance unique qu'elle dirige, tandis que, à l'échelon national, la politique macroprudentielle est désormais du ressort de la BNB. Cette plus grande attention portée au système financier dans son ensemble doit contribuer à prévenir les crises financières et à limiter les coûts qui y sont attachés.

L'expérience japonaise nous enseigne par ailleurs que l'émergence d'une crise financière, si elle n'a pu être évitée, nécessite d'assainir rapidement le secteur financier, de manière à lui permettre de remplir pleinement son rôle d'intermédiation financière. Au Japon, le manque d'empressement des autorités pour résoudre les problèmes des banques a plus que probablement tiré la crise en longueur. Dans la zone euro, la recapitalisation des banques a été plus rapide, et l'assainissement du secteur bancaire a traversé une étape cruciale à la fin de 2014. La publication des résultats de l'examen approfondi des bilans des principales banques de la zone euro en octobre 2014 a en effet été déterminante pour renforcer la recapitalisation du secteur.

Préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation

L'expérience japonaise en matière de déflation nous apprend que cette dernière est difficile à combattre une fois inscrite dans l'ADN de l'économie. La Banque du Japon n'a véritablement adopté une cible explicite en matière d'inflation qu'en janvier 2013, et sa communication a régulièrement jeté le doute sur sa détermination à, voire sur sa capacité de, garantir la stabilité des prix. Enfin, elle s'est longtemps montrée réticente à prendre des mesures offrant un assouplissement additionnel de sa politique monétaire. Tous ces éléments ne sont pas de nature à préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation, un élément pourtant crucial dans la perspective d'influencer le taux d'intérêt réel et d'ajuster l'orientation de la politique monétaire.

Cette situation contraste avec celle de la zone euro, où l'Eurosystème s'est vu confier un mandat centré sur la stabilité des prix, que le Conseil des gouverneurs a assorti d'une définition précise de cette dernière – une hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à, mais proche de, 2 % à moyen terme. Cette cible est un point de référence et contribue dès lors au bon ancrage des anticipations d'inflation. Au cours de la récente crise, l'Eurosystème a en outre constamment rappelé sa responsabilité et son objectif de préserver

la stabilité des prix à moyen terme. Si l'Eurosystème a abaissé plus rapidement ses taux directeurs que ne l'a fait la Banque du Japon en son temps, il n'a toutefois pas été aussi prompt que la Réserve fédérale américaine dans ses décisions.

En matière de politique monétaire non conventionnelle, l'Eurosystème s'est montré plus enclin à utiliser son bilan dans le cadre de la grande récession que la Banque du Japon ne l'avait été à l'époque. Aux premiers stades de la crise – au cours de la crise bancaire et de la première phase de la crise de la dette publique –, l'Eurosystème s'est servi de son bilan pour assurer une bonne transmission de la politique monétaire. Les banques ont par exemple pu obtenir autant de liquidités qu'elles le souhaitaient, pour autant qu'elles disposaient de garanties adéquates. Le bilan a dès lors essentiellement évolué en fonction de la demande de refinancements émanant des contreparties de l'Eurosystème. Depuis la fin de 2014, et plus particulièrement depuis mars 2015, dans le contexte d'un relâchement des tensions financières et d'une baisse de l'inflation et des anticipations d'inflation, et compte tenu du plancher absolu auquel sont tombés les taux directeurs, le bilan a toutefois été utilisé de manière plus proactive, pour ajuster l'orientation de la politique monétaire. Depuis mars 2015, des obligations publiques, des obligations adossées à des actifs (*asset-backed securities* – ABS) et des obligations sécurisées sont en effet achetées chaque mois sur les marchés pour un montant de 60 milliards d'euros. Ces acquisitions devraient se poursuivre jusqu'en septembre 2016 et, à tout le moins, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'inflation conforme à son objectif. Ceci souligne la détermination de l'Eurosystème à tout mettre en œuvre afin d'atteindre son objectif.

L'expérience du Japon tend à suggérer que l'absence de réaction rapide et résolue nécessite par la suite l'adoption de mesures extrêmes pour remettre les anticipations d'inflation sur les rails. En témoigne l'expansion du bilan de la Banque du Japon, qui a atteint près de 70 % du PIB au cours de la période récente. Le cas des États-Unis, où des mesures de politique monétaire fortes ont rapidement été prises – avant que ne puisse être constaté un désancrage des anticipations d'inflation – mais où les achats d'actifs ont été stoppés et où les taux pourraient augmenter dans un futur proche, illustre également l'importance d'agir vite et vigoureusement. La politique actuelle de la BCE semble à ce titre relever à la fois du curatif et du préventif : les anticipations d'inflation à long terme se sont légèrement infléchies, mais dans des proportions sans commune mesure avec ce qui a été observé au Japon.

Le coût de la déflation dépend des caractéristiques de l'économie

Bien qu'il ait été entraîné dans une longue période de déflation, le Japon n'a pas subi de spirale déflationniste. Le taux de chômage du pays est par ailleurs resté modeste, à tout le moins en comparaison avec les niveaux européens, et ses performances en termes de PIB par tête sont depuis les années 2000 similaires, voire supérieures, à celles de la zone euro ou des États-Unis. Ces faits tendent à suggérer qu'une période de faible inflation ou de déflation ne s'accompagne pas nécessairement de coûts élevés en termes réels (cf. aussi Borio et al., 2015), soit un constat conforme à l'idée selon laquelle les variables monétaires (comme la masse monétaire ou le taux d'intérêt nominal) sont neutres sur le long terme et les variables réelles déterminées par des facteurs réels (tels que les préférences des agents économiques, la productivité totale des facteurs ou encore la croissance de la population).

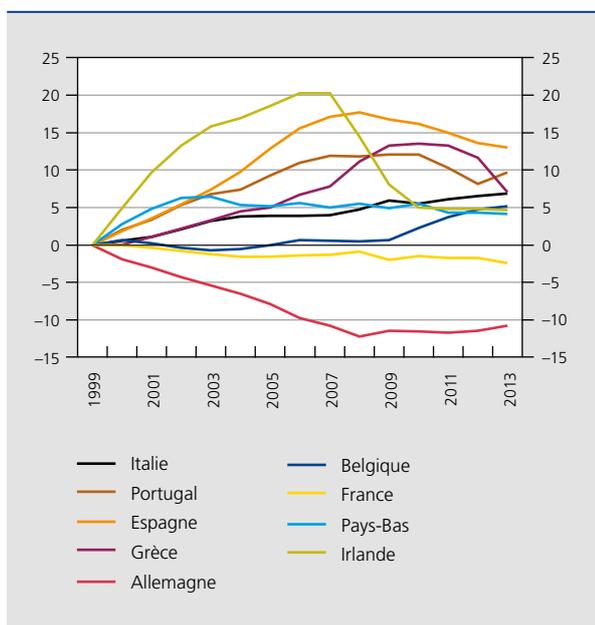
Si la neutralité prévaudrait à long terme, le consensus actuel est toutefois que, sur un horizon plus court, les variables monétaires ont bel et bien des effets réels. Ceci s'explique par le fait qu'un grand nombre de prix au sein de l'économie (prix des produits et des services, mais également du travail ou de la dette) sont fixés en termes nominaux pour une période relativement longue. De cette manière, les chocs qui affectent le niveau général des prix peuvent conduire à des variations non souhaitées (car inefficaces) des prix relatifs des produits et des services individuels, du travail, ou encore de la dette nominale.

L'impact effectif de ces chocs dépend dès lors de la flexibilité des variables nominales au sein de l'économie : plus les prix et les salaires nominaux sont flexibles, plus la marge de variation des taux nominaux permettant de réagir à des chocs sera large et moins l'impact d'une variation du niveau général des prix sur les variables réelles sera important (BNB, 2015, 67-69). Cette constatation est cruciale pour évaluer les conséquences potentielles d'une période de désinflation non anticipée.

En matière de salaires nominaux, le cadre institutionnel de la formation des salaires au Japon semble offrir une plus grande flexibilité que celui de la zone euro (Du Caju et al., 2008). Il apparaît en effet qu'une assez grande flexibilité des salaires à la baisse a été constatée au Japon à compter de 1998, tandis que les salaires dans la zone euro semblent être restés relativement rigides à la baisse, en dépit de l'environnement de faible inflation qui prévaut actuellement (IMF, 2014). Ce constat s'applique plus particulièrement à des pays fortement touchés par la crise, comme l'Espagne, même si certains, telle l'Irlande, s'en sortent mieux. Dans le même ordre d'idées, une étude de la BCE montre qu'au

GRAPHIQUE 10 DÉFLATEUR DU PIB

(différence cumulée par rapport à la moyenne de la zone euro depuis 1999)



Source: Thomson Reuters Datastream.

cours de la grande récession, les entreprises de la zone euro sont restées réticentes aux diminutions de salaires, privilégiant plutôt une réduction de la force de travail (Fabiani et al., 2015). Émerge ainsi en filigrane le constat que les coûts réels de la désinflation ou de la déflation – notamment en termes de hausse du niveau de chômage – seraient plus prononcés dans la zone euro qu’au Japon.

La rigidité nominale des salaires à la baisse comporte en outre une autre dimension dans la zone euro. Si on en croit l’évolution des prix relatifs, nombre de pays ont vu leur compétitivité se détériorer rapidement et dans des proportions parfois considérables avant la crise. Dans le contexte d’une union monétaire, ces économies doivent maintenant procéder à un ajustement à la baisse de leurs prix et salaires relatifs en termes nominaux pour renverser la vapeur. Elles sont cependant limitées par les rigidités nominales à la baisse de ces variables. Dans la mesure où l’inflation dans les autres pays reste faible elle aussi, les adaptations risquent d’être particulièrement lentes. Le rétablissement rapide de la compétitivité dans les pays qui ont vu leurs prix et salaires relatifs s’accroître excessivement avant la crise serait ainsi d’autant plus favorisé que les autres pays affichent un niveau d’inflation élevé, tout en maintenant l’inflation moyenne dans la zone euro autour de 2 %. Un niveau d’inflation positif et proche de la cible de la BCE doit ainsi favoriser le bon fonctionnement de l’Union économique et monétaire tout en aidant à

corriger les déséquilibres. Il doit par ailleurs contribuer à la maîtrise de l’endettement. À ce titre, il convient de noter que le niveau substantiel de la dette externe de plusieurs pays de la zone euro implique également qu’une période de basse inflation aurait plus d’impact en termes réels dans la zone euro qu’au Japon, dont la position internationale nette est créditrice. Ceci est d’autant plus vrai que ce sont généralement les pays les plus endettés qui ont le plus besoin d’un ajustement à la baisse de leurs prix et salaires relatifs. Témoignant des ajustements en cours, un lien assez étroit apparaît pendant la période récente entre la position nette internationale d’investissement et l’évolution de l’inflation sous-jacente des pays de la zone euro (cf. graphique 11). Plus les pays qui doivent regagner en compétitivité sont contraints d’adapter leurs prix et salaires à la baisse, plus la valeur réelle de leur dette tend à s’alourdir et plus le risque que la baisse des prix relatifs produise des effets réels négatifs augmente.

Réagir de manière prompte et coordonnée par une politique de la demande et de l’offre

L’expérience japonaise montre qu’une réaction politique prompte, coordonnée et prolongée est souhaitable face à une récession de bilan. Il ressort par ailleurs que l’ensemble des domaines de la politique économique – politique monétaire, politique budgétaire et réformes structurelles – doivent être activés pour renforcer à la fois l’offre et la demande agrégée. Tenant compte des coûts réels potentiellement élevés inhérents à une période de faible inflation ou de déflation dans la zone euro, ces enseignements ont ici une résonance toute particulière.

Une politique de demande

Pour mener une politique de demande expansionniste, la politique monétaire doit pouvoir s’appuyer sur une orientation adéquate de la politique budgétaire. Étant donné le niveau plancher auquel sont tombés les taux directeurs, le programme étendu d’achats d’actifs et les autres mesures non conventionnelles en place, la marge de manœuvre de la politique monétaire dans la zone euro s’est sensiblement rétrécie au cours de la période récente. Dans ce contexte, la politique budgétaire joue un rôle important, et il est crucial, tout autant que complexe, d’identifier le calibrage adéquat qui offre la stimulation requise sans compromettre la soutenabilité dans le temps de la dette publique. Au-delà de savoir si les politiques nationales suivent actuellement la bonne direction, il se pose également la question du caractère adéquat des règles institutionnelles en place afin d’assurer une orientation appropriée de la politique budgétaire pour la zone euro dans son ensemble.

La nécessité d'un rôle accru de coordination de la politique macroéconomique dans la zone euro – entre les politiques monétaire et budgétaire, mais également entre les pays – ressort clairement de l'évolution des soldes financiers des différents secteurs et pays de la zone au cours des dernières années. Tout comme au Japon à compter des années 1990, le secteur privé est passé depuis la crise de 2008 d'une situation de déficit à une situation de surplus, tandis que le secteur public a nettement creusé son déficit. Une divergence notable par rapport aux développements au Japon réside toutefois dans la nette réduction des soldes financiers négatifs des autorités dans le contexte de la crise de la dette publique. Ce processus de consolidation budgétaire parallèlement au maintien d'un large surplus du côté du secteur privé a fait de la zone euro dans son ensemble un épargnant net, ce qui pèse sur la demande intérieure, et donc sur l'inflation. Le surplus d'épargne apparu dans la zone euro provient essentiellement des pays en déficit, qui se sont vus obligés de comprimer brusquement leurs besoins en financements extérieurs. Les pays en excédent ont quant à eux pour la plupart maintenus leurs positions. Cet ajustement asymétrique a pesé sur la demande intérieure.

Il convient de noter que si les réformes structurelles sont typiquement perçues comme des mesures s'adressant au côté « offre » de l'économie, elles peuvent également

jouer un rôle de soutien de la demande. C'est tout particulièrement le cas lorsqu'elles stimulent les investissements, qui constituent à la fois la demande d'aujourd'hui et l'offre de demain. Plus indirectement, les perspectives de hausse des revenus qu'elles génèrent doivent également soutenir la demande.

Une politique d'offre

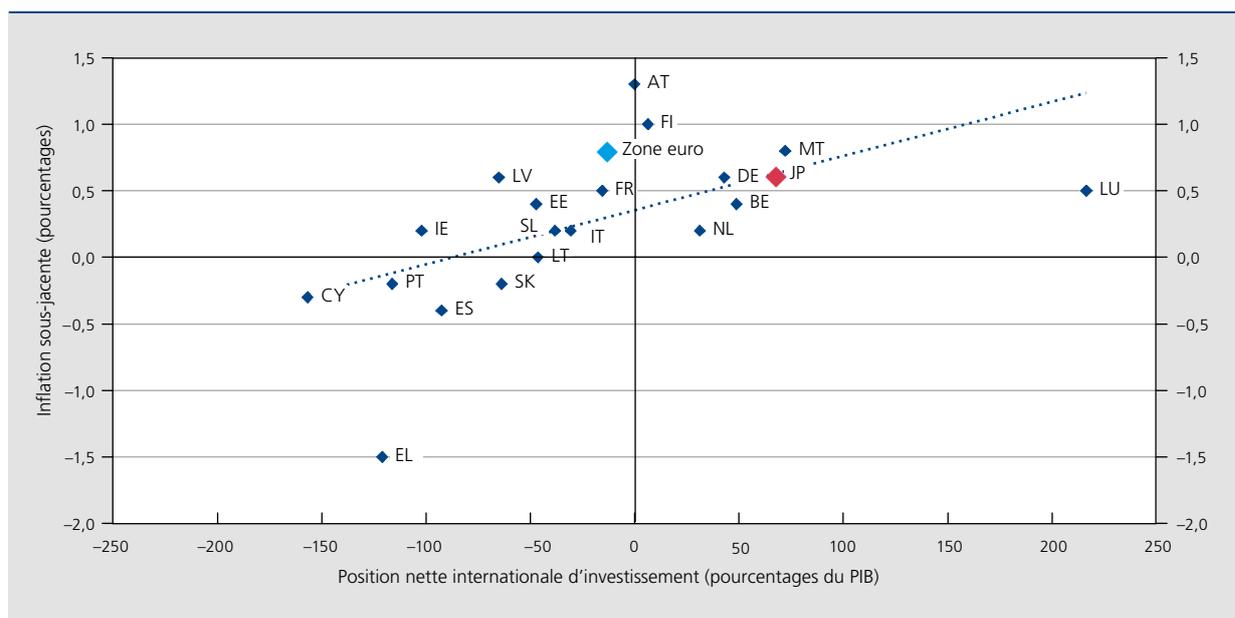
Au-delà d'apporter un soutien temporaire à la demande agrégée, sortir d'une situation de crise et préserver le potentiel de croissance à long terme de l'économie requièrent également d'adopter des réformes structurelles qui s'adressent au côté « offre ».

Ces réformes concernent les marchés du travail et des produits et les mesures qui contribuent à rendre l'environnement plus favorable au développement des entreprises. En offrant davantage de flexibilité, elles doivent favoriser une allocation et une utilisation optimales des facteurs de production. Elles doivent par ailleurs permettre de faire face aux évolutions structurelles de l'économie telles que le vieillissement de la population.

Certaines réformes peuvent potentiellement exercer à court terme un effet baissier sur l'inflation et induire une hausse du taux réel qui freine la croissance. Combiné à une politique de demande, l'effet d'un gonflement

GRAPHIQUE 11 POSITION NETTE INTERNATIONALE D'INVESTISSEMENT (PNII) ET INFLATION SOUS-JACENTE

(PNII en 2013 et moyenne de l'inflation annuelle sous-jacente depuis janvier 2014)



Sources: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, BCE, Japan's Ministry of Finance.

attendu des revenus futurs devrait toutefois en toute logique neutraliser les effets déflationnistes à court terme, de manière à soutenir la reprise. Ceci souligne par ailleurs l'importance d'une politique de demande adéquate et du choix des réformes structurelles mises en œuvre.

Bien qu'elle en soit à un stade moins avancé que le Japon, la zone euro accuse elle aussi un vieillissement de sa population. Ce développement renforce en particulier la nécessité de procéder à des réformes permettant de relever le taux de participation au marché du travail, le taux d'emploi et la productivité, dans la perspective de préserver le niveau de vie et d'assurer la soutenabilité de la dette. Dans la mesure où le taux réel d'équilibre s'en trouve accru, augmenter la productivité offre en outre une protection contre le risque de stagnation séculaire évoqué plus haut.

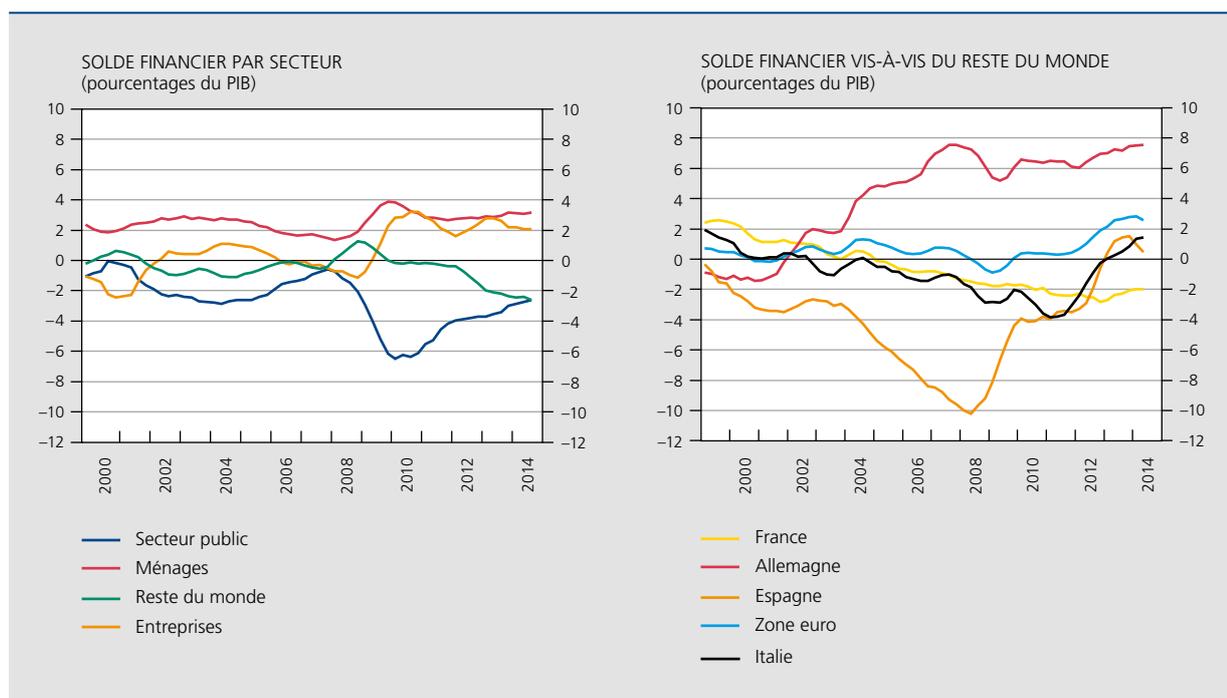
Certains signes montrent que les réformes structurelles entreprises dans la zone euro depuis le début de la crise ont déjà porté des fruits. Les salaires et les prix apparaissent plus flexibles, ce qui favorise une allocation des ressources plus efficace, tandis que des bénéfices en termes de production semblent avoir été retirés dans quelques États (BCE, 2015). Enfin, de manière générale, les pays ayant adopté des réformes tendent à afficher

de meilleures performances à l'exportation. En dépit des nombreuses avancées enregistrées depuis 2008 – tout particulièrement dans les pays les plus touchés par la crise –, il semble toutefois que la marge de progression soit encore importante, avec des différences notables d'un État à l'autre.

Conclusion

À la suite de l'éclatement d'une importante bulle financière et immobilière au début des années 1990, l'économie japonaise a été confrontée à une récession de bilan et à une crise bancaire. La récession de bilan s'est notamment caractérisée par la volonté du secteur des entreprises de privilégier le remboursement de ses dettes, au détriment de l'investissement. Elle a nécessité une intervention vigoureuse des autorités publiques dans le but de soutenir la demande agrégée. Bien que latente, la crise bancaire ne s'est véritablement déployée qu'en 1997, alors que sévissait la crise asiatique. Entraînant la faillite de plusieurs institutions financières d'envergure dans son sillage, elle a forcé la reconnaissance des crédits non performants qui pesaient depuis un temps déjà sur l'économie réelle et a conduit à la recapitalisation publique du secteur bancaire.

GRAPHIQUE 12 SOLDES FINANCIERS DANS LA ZONE EURO



Source: OCDE.

Dans le contexte de ces chocs négatifs significatifs, l'économie nipponne a connu une désinflation progressive au début des années 1990, suivie d'un phénomène de déflation à partir du milieu de la décennie. Ces développements s'expliquent essentiellement par une diminution des anticipations d'inflation ainsi que par un repli de l'écart de production en terrain négatif. Le premier facteur est plus spécifiquement imputable à un manque de fermeté et de crédibilité de la Banque du Japon en matière de lutte contre la déflation, tandis que le second peut pour sa part être attribué aux nombreux chocs négatifs subis par l'économie japonaise, de même qu'à la baisse du taux réel d'équilibre, qui a d'autant réduit la capacité de stabilisation de la politique monétaire que les anticipations d'inflation se sont inscrites en recul.

Si la déflation japonaise s'est révélée généralisée et inattendue, elle est cependant restée modérée, tout en s'inscrivant dans la durée. Il peut ainsi être argué que l'économie nipponne a en réalité évolué, entre le début des années 1990 et le début des années 2000, vers un nouvel équilibre. Dans le cadre de ce dernier, le taux d'intérêt nominal serait proche de 0 et l'inflation négative, mais le taux de croissance réel correspondrait, tout comme c'était le cas auparavant, à son niveau potentiel. Cette idée est corroborée par l'analyse de la croissance réelle par tête et par personne en âge de travailler, qui démontre que, depuis les années 2000, les performances du Japon ont plutôt été bonnes comparativement à celles de la zone euro et des États-Unis. À ce titre, il y a lieu de relativiser quelque peu le qualificatif de décennie perdue attribué aux années 1990 et d'y renoncer purement et simplement pour les années 2000. Bien que l'économie japonaise semble croître à son niveau potentiel, ce nouvel équilibre n'est toutefois pas totalement dénué de coûts. Un régime déflationniste tel que celui qui la caractérise réduit en effet la capacité de la banque centrale de stimuler l'activité économique en cas de choc négatif et accroît dès lors le risque de stagnation séculaire.

Tenant compte de cela, le programme économique dit « Abenomics », introduit en avril 2013, vise précisément à mettre un terme à la longue période de déflation qu'a traversée le Japon et à dynamiser l'économie du pays tout en veillant à la soutenabilité à long terme de sa dette publique. Le programme repose sur trois piliers : une politique monétaire accommodante, une politique budgétaire expansionniste à court terme mais qui vise la consolidation à plus long terme et des réformes structurelles. Ce dernier pilier est notamment essentiel pour permettre à l'économie japonaise d'évoluer durablement vers un sentier de croissance supérieure.

Au final, l'expérience japonaise de ces 25 dernières années permet de tirer trois grands enseignements, adressés en particulier à la zone euro. Premièrement, il y a lieu de prévenir plutôt que de guérir les crises financières. Bien que cette leçon apparaisse aujourd'hui comme évidente, la grande récession donne à penser que les dirigeants avaient, jusqu'il y a peu, insuffisamment appris des événements survenus au Japon. L'assainissement du secteur bancaire une fois la crise déclenchée est toutefois intervenu plus rapidement dans la zone euro qu'au Japon. Deuxièmement, il est crucial de préserver un bon ancrage des anticipations d'inflation. Une fois inscrite dans l'ADN de l'économie, la déflation est en effet difficile à combattre, et remettre les anticipations d'inflation sur les rails requiert l'adoption de mesures extrêmes. Troisièmement, il importe de réagir à une récession de bilan de manière prompte et coordonnée, pour maximiser l'impact des mesures adoptées et pour faciliter les ajustements qui s'imposent. L'ensemble des domaines de la politique macroéconomique doivent par ailleurs être activés en vue de soutenir à la fois l'offre et la demande. Enfin, la réalité japonaise démontre que les coûts de la déflation dépendent des caractéristiques d'une économie, et plus spécifiquement de sa flexibilité nominale. Dans la mesure où cette dernière semble moins grande dans la zone euro et où la perte de l'instrument du taux de change requiert des ajustements relatifs des prix domestiques pour pallier la perte de compétitivité, le coût de la déflation risque bien d'y être supérieur. La nécessité de combattre tout risque de déflation dans la zone euro n'en ressort que plus grande.

Bibliographie

- Aoyagi C., G. Ganelli et K. Murayama (2015), How inclusive is Abenomics?, IMF, Working Paper 54.
- BCE (2015), « Les progrès en matière de réformes structurelles dans la zone euro et leurs éventuels effets », Bulletin économique, BCE, février, 59–72.
- BNB (2015), Rapport annuel.
- Borio C., M. Erdem, A. Filardo et B. Hofmann (2015), « The costs of deflations: a historical perspective », BIS Quarterly Review, March.
- Bullard J. (2010), « Seven Faces of “The Peril” », Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(5), September/October, 339–352.
- Caballero R., T. Hoshi et A. Kashyap (2008), « Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan », American Economic Review, 98(5), 1943–1977.
- Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou et M. Ward-Warmedinge (2008), Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan, NBB, Working Paper 154.
- European Business Council in Japan (2014), The Japanese Market: Why is it difficult? What suppresses FDI?
- Fabiani S., A. Lamo, J. Messina et T. Rõõm (2015), European firm adjustment during times of economic crisis, ECB, Working Paper 1778.
- Fisher I. (1933), « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, 1, 337–57.
- Fuchi H., I. Muto et H. Ugai (2005), A Historical Evaluation of Financial Accelerator Effects in Japan's Economy, Bank of Japan, Working Paper 05-E-8.
- Gali J. (2008), Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework, Princeton University Press.
- Hayami M. (2000), Price Stability and Monetary Policy, speech given at the Research Institute of Japan, Tokyo, 21 March.
- Horioka C., T. Nomoto et E. Terada-Hagiwara (2013), Why has Japan's Massive Government Debt not Wreaked Havoc (Yet)?, NBER, Working Paper 19596.
- Hoshi T. et A. Kashyap (2014), Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Post Crisis Experience.
- Hoshi T. et T. Ito (2014), « Defying gravity: can Japanese sovereign debt continue to increase without a crisis », CEPR Economic Policy, January, 7–44.
- Ikeda D. et M. Saito (2012), The effect of demographic changes on the real interest rate in Japan, Bank of Japan, Working Paper 12-E-3, February.
- IMF (2014), Euro area: «Deflation» versus «Lowflation», <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>.
- IMF (2003), Japan: Financial System Stability Assessment, Supplementary Information.

Ito T. et F. Mishkin (2006), « Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem », in *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 15, 131–202.

Ito T. (2004), *Inflation targeting and Japan: why has the Bank of Japan not adopted inflation targeting?*, NBER, Working Paper 10818, October.

Kamada K. et N. Hirkata (2002), *Import Penetration and Consumer Prices*, Bank of Japan, Research and Statistics Department Working Paper 02-1.

Kang J. S. (2014), *Balance sheet repair and corporate investment in Japan*, IMF, Working Paper 141.

Koo R. (2013), *Central Banks in Balance Sheet Recessions: a Search for Correct Response*, mimeo.

Koo R. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*, Revised Edition, John Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd. Singapore, July.

Kuroda S. et I. Yamamoto (2014), « Is Downward Wage Flexibility the Primary Factor of Japan's Prolonged Deflation? » *Asian Economic Policy Review*, Japan Center for Economic Research, 9(1), 143–158.

Lipton D. (2014), *From Deflation to Reflation? Japan's New Monetary Policy Framework, Effectiveness, and Broad Lessons*.

Matsubayashi Y. (2015), *The effort to stabilise the financial system in Japan: an outline and the characteristics of the programme for financial revival*, Bruegel, Working Paper 2, March.

Muto I. (2006), *Can the New Keynesian Phillips Curve explain Japanese inflation dynamics? A labor share correction approach*, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan, Discussion paper E-25.

Nakaso H. (2014), *The Conquest of Japanese Deflation: Interim Report Remarks at the Athens Symposium Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth*, June.

Nelson B. et M. Tanaka (2014), « Dealing with a banking crisis: what lessons can be learned from Japan's experience », *Bank of England, Quarterly Bulletin* (1), 36–48.

Nishizaki K., T. Sekine et Y. Ueno (2014), « Chronic Deflation in Japan », *Asian Economic Policy Review* (9), 20–39.

OECD (2015), *OECD Economic Surveys: Japan*.

Reinhart C. et K. Rogoff (2014), « This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises », *Annals of Economics and Finance*, Society for AEF, 15(2), November, 1065–1188.

Sanchez A. D. (2006), *A New Keynesian Phillips Curve for Japan*, Paper presented at the Seminar series of the FDIC's Center for Financial Research, 29 June.

Taylor A. (2015), *Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy*, NBER, Working Paper 21039.

Watanabe T. (2012), *Long-Lasting Deflation under the Zero Interest Rate Environment*, Paper presented at the conference on Price Developments in Japan and Their Backgrounds: Experiences Since the 1990s, November 24, 2011, Bank of Japan, Working Paper, 12-J-3, in Japanese.