

ITOH MOTOSHIGE

Professeur émérite à l'Université de Tokyo, professeur à l'Université Gakushuin, membre du Conseil japonais sur la politique économique et fiscale

Comme je n'ai que huit minutes, je vais essayer d'être très bref. Je vais aborder le sujet de manière chronologique. En 1997, nous avons eu une très grave crise financière et la leçon que nous avons tirée est que nos actions étaient insuffisantes et trop tardives. Le facteur politique était le plus important. À cette époque, il était presque impossible de persuader les politiciens d'introduire une très grosse injection de capital ou un processus de sauvetage. Notre échec à ce moment-là a fourni des leçons à d'autres pays après la crise de 2008.

Deuxièmement, vers 2000, au moment de la crise de la bulle informatique, le Japon était sur le point d'entrer dans la déflation. Pour une raison quelconque, la Banque du Japon a introduit une augmentation du taux directeur très problématique ou controversée. La Banque du Japon a peut-être été très malchanceuse car nous avons eu l'effondrement de la bulle informatique et le 11 septembre l'année suivante. Quoi qu'il en soit, il nous a fallu presque 12 à 13 ans pour nous sortir du piège déflationniste. Une fois dans le piège de la déflation, il est très difficile d'en sortir avec une politique traditionnelle. Rappelez-vous que la Banque du Japon avait déjà une politique de taux zéro pendant cette période. Une politique monétaire drastique est très importante en cas de position critique de déflation.

En troisième position vient l'Abenomie, en particulier lorsque M. Kuroda est arrivé. Il a introduit la politique monétaire dite non orthodoxe. C'est une combinaison de deux politiques. L'une est l'expansion très spectaculaire de la base monétaire et l'autre, un objectif d'inflation de 2% très explicite. Cette politique a réussi à changer l'état d'esprit des gens du jour au lendemain. Vous pouvez vérifier l'évolution du marché en observant le PIB, les chiffres de l'emploi ou la rentabilité des entreprises, le taux de change, etc. Ce type de politique monétaire non orthodoxe et non traditionnelle peut parfois être difficile. Parfois, elle peut être nécessaire lorsque l'économie est sérieusement prise au piège de la déflation.

Quatrièmement, bien que ce type de politique puisse s'avérer très efficace pour sortir du piège déflationniste, nous n'avons pas réussi à atteindre le niveau d'inflation ciblé. Le niveau ciblé à l'origine était de 2 % mais nous sommes toujours autour de ou en dessous de 1 %, donc il manque quelque chose ici. Il y a beaucoup de discussions à ce sujet, mais l'un des points les plus importants est que nous devons penser à la fois au côté offre et au côté demande de la macro-économie.

L'expansion monétaire est une politique typique du côté demande. Comme nous avons une très bonne demande en expansion, nous espérons que l'offre rattraperait son retard, mais ça n'a pas été le cas, pour de nombreuses raisons que vous connaissez très bien. Cependant, l'une des raisons pour lesquelles ce point est très important a trait au fait que les salaires n'ont pas augmenté au Japon. Or, sans augmentation des salaires, vous ne pouvez pas vous attendre à une hausse du taux d'inflation. On peut trouver différents types de dysfonctionnements du marché du travail dans le cas du Japon, ce qui se reflète dans les salaires.

C'est également très important pour nous lorsque nous envisageons l'avenir de l'économie internationale. J'ai mentionné hier que, malheureusement, le taux de croissance potentiel des pays matures, dont les États-Unis, n'est pas très élevé. Robert Gordon vient de mentionner que la productivité totale des facteurs est très faible, mais que dans le même temps, elle a augmenté dans de nombreux pays, comme au Japon, aux États-Unis et en Europe. La demande a été fortement stimulée. Tant que la demande augmente, l'économie se porte bien, mais lorsque cette demande est perdue, le contrecoup est fort. C'est parce que nous dépendons beaucoup de la demande. La demande est peut-être en baisse à cause du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ou peut-être à cause de l'effondrement d'un marché américain surchauffé ou pour une autre raison encore.

Le cinquième point est le plus important pour le Japon : malheureusement, la théorie quantitative de la monnaie ne fonctionne pas sur une courte période. Il est peut-être vrai que si nous augmentons simplement la masse monétaire, les prix vont finir par augmenter, mais, selon Keynes, il devrait s'agir d'une avalanche. Or, six ans ont passé déjà et



nous n'avons rien eu de ce genre. Ensuite, à mesure que le temps passe, le coût des politiques monétaires non traditionnelles devient de plus en plus important et nous finissons par avoir le genre de discussion que nous avons aujourd'hui.

Vous pourriez penser à de nombreuses distorsions. L'une est le marché des obligations d'État et le marché boursier. La Banque du Japon achète une certaine quantité de ces actifs et vous pouvez identifier de nombreux problèmes qui en découlent. Il est également possible que le déficit de la Banque du Japon crée des problèmes. La deuxième distorsion de la très longue expansion monétaire a trait aux taux d'intérêt à long terme. Pour une raison quelconque, la Banque du Japon a introduit ce que nous appelons le contrôle de la courbe de rendement, ce qui signifie que les emprunts d'État sur 10 ans doivent se situer autour de 0 %. Pour des objectifs de stimulation, c'est peut-être une bonne chose. Vous pouvez cependant facilement imaginer que le secteur bancaire en souffre énormément. Il ne s'agit pas uniquement du problème de la rentabilité du secteur bancaire. Il s'agit d'un problème de canal pour le crédit.

Les implications sont également très importantes pour l'assainissement budgétaire. Vous savez que notre ratio dette/PIB est d'environ 200 % dans certaines catégories. Cependant, si vous regardez uniquement le service de la dette du gouvernement japonais, il est étonnamment bas. En effet, les taux d'intérêt sur l'émission marginale des obligations d'État sont à zéro, ce qui leur permet d'emprunter de l'argent pour rien. C'est une très bonne histoire sur une courte période, mais cela a de moins en moins incité les politiciens à réfléchir sérieusement à l'assainissement des finances publiques. L'effet politique est très important, c'est donc la leçon que nous avons tirée de notre expérience.