



## Débat sur la déflation :

### Raison pour laquelle il est improbable que les États-Unis répètent les 10 ans d'effondrement japonais

La forte reprise de nombreux marchés boursiers mondiaux en octobre a fourni un soulagement appréciable après les durs moments des mois précédents. Toutefois, nombreux sont les commentateurs qui continuent à considérer le renversement du marché d'octobre comme une

simple « reprise technique », alors qu'ils anticipent de nouvelles souffrances.

L'explication favorite des souffrances futures peut être résumée en un mot : déflation. Les prix à la production et à la consommation ont

chuté aux États-Unis à la fin 2001, et le pouvoir de fixation des prix est demeuré faible depuis lors. De nombreux investisseurs se sont penchés sur l'expérience d'essor et d'effondrement qu'a connu le Japon depuis la fin des années 80, et ils s'inquiètent de la possibilité de voir les États-Unis sombrer dans une décennie de récession déflationniste.

Nous pensons que ces inquiétudes sont en grande partie injustifiées. Il existe en effet des parallèles étranges entre l'expérience japonaise des années 80 et l'expérience américaine des années 90 et du début de cette décennie. Les deux pays ont connu une très forte reprise des cours des actions suivie d'un effondrement économique et boursier. Les deux pays ont assisté à la montée de l'endettement des ménages et des entreprises durant les années d'essor qui a créé les problèmes qu'ils ont connu durant l'effondrement. Et comme le Japon, les États-Unis ont récemment connu d'importantes pressions déflationnistes. Ces pressions se sont particulièrement fait sentir à

l'automne 2001, quand les prix à la production ont chuté à un taux annuel de près de 15 %. Ce n'est donc pas une coïncidence que l'on ait commencé à prendre au sérieux la possibilité d'une déflation aux États-Unis.

Mais ces parallèles sont-ils suffisants pour prétendre que les États-Unis font face à une récession déflationniste similaire à celle du Japon qui durera au moins une décennie ? Nous ne le pensons pas. Les raisons pour lesquelles nous pensons que le Japon n'est pas le bon exemple pour prédire ce qui va se passer aux États-Unis sont très simples. Tout d'abord, la Banque du Japon a laissé la déflation s'instaurer en offrant peu de résistance. À notre avis, il est improbable que la Réserve fédérale américaine fasse de même. Deuxièmement, les problèmes économiques du Japon trouvent leurs sources au-delà de la déflation. Heureusement, le système économique américain est beaucoup plus dynamique et tend à résoudre rapidement les problèmes importants.

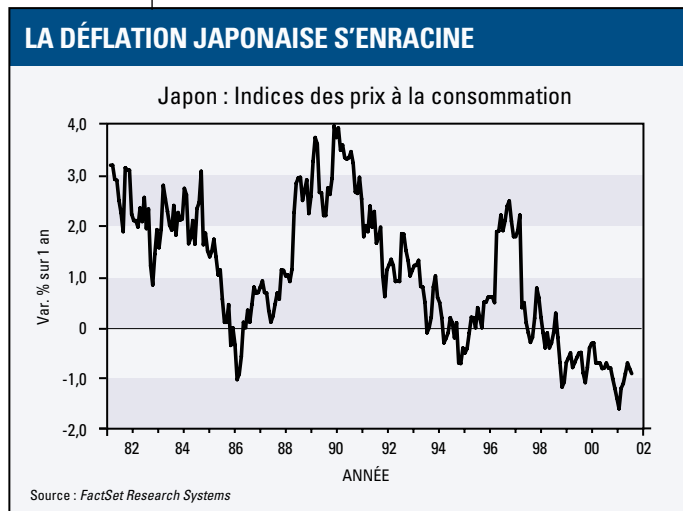


Tableau 1 : Les prix à la consommation chutent depuis 1998 au Japon, car la déflation est devenue une façon de vivre.



## Débat sur la déflation : Raison pour laquelle il est improbable que les États-Unis répètent les 10 ans d'effondrement japonais (suite)

LE MONDE SELON BILL STERLING

**La déflation japonaise est-elle accidentelle ou intentionnelle ?**

Les économistes s'accordent généralement à dire qu'une déflation continue peut avoir des effets aussi néfastes que l'inflation. Quand la déflation s'accompagne d'un endettement élevé des ménages et des entreprises, les chutes de cours entraînent des faillites massives, une hausse du chômage et la morosité des marchés boursiers. Plus longtemps on permet à la déflation de durer, plus elle crée des problèmes et plus difficile il est de la contrôler. En conséquence, on s'accorde à croire que les banques centrales devraient avoir pour cible la stabilité générale des prix en évitant les extrêmes, inflation ou déflation.

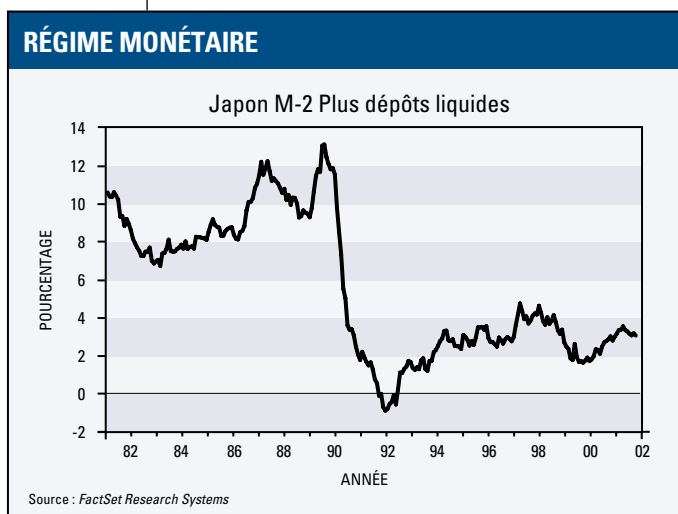


Tableau 2 : La Banque du Japon a en fait mis l'économie japonaise à la diète dans les années 90 en permettant que le taux de croissance monétaire recule de 60 % par rapport aux années 80.

Dans ce contexte, la volonté de la Banque du Japon de ne rien faire tandis que les pressions déflationnistes des dernières années s'enracinaient reste un mystère pour la plupart des analystes extérieurs au Japon. Pour dire les choses directement, les économistes étrangers ont été déconcertés par l'approche à la Néron de la Banque du Japon, consistant à se perdre en futilités au lieu d'agir alors que la déflation prenait de l'ampleur.

Comme l'a récemment déclaré Adam Posen, un des meilleurs spécialistes américains sur le Japon : « Il y a de bonnes raisons pour que personne en dehors de la Banque du Japon ne soutienne les mesures qu'elle prend. Ces mesures sont peu judicieuses, nuisibles au Japon et à l'économie mondiale, et sont sans fondement économique. »

Bien que la Banque du Japon ait fréquemment agi comme si elle ne pouvait pas maîtriser la déflation du pays, M. Posen et d'autres experts considèrent que cet argument est manifestement absurde. Même si les taux d'intérêts sont nuls, comme cela a été le cas au Japon, les banques centrales peuvent prendre d'autres mesures pour doper la croissance monétaire, y compris en achetant directement des actions, des obligations d'entreprises ou étrangères.

En fait, le glissement du Japon vers la déflation semble avoir découlé du choix délibéré

de la Banque du Japon de ne pas utiliser des mesures qui auraient permis d'éviter cette déflation. Un regard sur le taux de croissance monétaire japonais au cours des dernières décennies permet d'illustrer cet argument. La croissance de la masse monétaire du pays était de 9,1 % par an dans les années 80, et est tombée à 3,6 % par an dans les années 90. C'est comme si le corps politique du pays avait commencé une grève de la faim monétaire dans les années 90. Comme on pouvait s'y attendre, l'économie japonaise a non seulement perdu de son gras suite à ce régime draconien, mais elle est devenue squelettique.

Est-il possible que la Réserve fédérale américaine impose le même type de restrictions monétaires à l'économie américaine au cours des années à venir ? Nous en doutons. La raison de notre optimisme sur ce sujet découle du fait que la Fed a consciencieusement analysé l'expérience japonaise comme l'exemple type de ce qu'il ne faut pas faire quand la déflation menace. En juin dernier, le conseil de la Réserve fédérale a publié un document intitulé « Prévenir la déflation : Leçons à tirer de l'expérience japonaise des années 90. » Le document argumente que le Japon aurait pu éviter la déflation s'il avait adopté des mesures monétaires suffisamment dynamiques.

Selon le document de la Fed : « Nous tirons les leçons générales de l'expérience japonaise qui montre que quand l'inflation et les taux



## Débat sur la déflation :

### Raison pour laquelle il est improbable que les États-Unis répètent les 10 ans d'effondrement japonais (suite)

d'intérêt sont près de zéro, et que le risque de déflation est élevé, les mesures incitatives, à la fois monétaires et fiscales, devraient aller au-delà des niveaux traditionnellement suggérés par les prévisions de base d'inflation et d'activité économique. Si l'on traduit le langage de la Fed, cela signifie simplement que quand la déflation est un risque majeur, il faut se défendre avec toutes les armes à notre disposition.

Ce qui conduit à une autre raison de penser que les États-Unis ne suivront pas le même chemin déflationniste que le Japon : La Fed s'est déjà montré beaucoup plus dynamique que la Banque du Japon quand elle a assoupli sa politique monétaire en réponse à l'effondrement du marché boursier. Le tableau 3 montre la position des différents indicateurs monétaires un peu plus de deux ans après l'effondrement de la Bourse de chacun des pays respectifs – septembre 1992 pour le Japon, septembre 2002 pour les États-Unis. À ce stade de l'effondrement japonais, la croissance monétaire et du crédit s'était ralenti pour atteindre zéro par rapport aux taux de 10 % des États-Unis.

Le taux d'escompte japonais était supérieur de 1,5 % au taux des fonds fédéraux américains. À ce stade, les prix des logements au Japon avait dégringolé, comparé à une situation généralement bonne de l'immobilier résidentiel américain. De toute évidence, ce sont là des différences majeures.

#### Les problèmes du Japon ne sont pas uniquement dus à la déflation

Avant de conclure hâtivement que les États-Unis sont destinés à répéter l'effondrement économique japonais long d'une décennie, il est important de se souvenir que les problèmes économiques du Japon sont allés bien au-delà de l'échec du Japon à prévenir la déflation. Un récapitulatif de ces problèmes comprendraient (1) l'échec du système politique à un seul parti du pays d'entreprendre des réformes économiques fondamentales; (2) l'échec de répartition effective du capital par le système financier dirigé par la banque; (3) le taux relativement faible de création de nouvelles entreprises dans un environnement réglementaire et financier ayant étouffé l'esprit d'entreprise; (4) la confiance de plus en plus grande accordée à la croissance, fondée sur des projets gouvernementaux de dépenses offrant un faible rendement du capital investi.

Plusieurs excellents livres ont traité en profondeur de ces problèmes du système. Un livre très prophétique fut « Japon : L'imminence de l'effondrement », écrit au début des années 90 par Brian Reading, ancien rédacteur en chef du magazine « The Economist ». Il déclarait dans un des paragraphes mémorables de ce livre que « le Japon n'a pas la figure du capitalisme avec des verrues, mais celle du communisme avec des grains de beauté. » Il argumentait que le

#### COMPARAISON DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Var. de % sur 3 mois, annualisé

	Japon Sept. 1992	É.-U. Sept. 2002
M2	-1,9	10,6
Liquidités	0,4	9,1
Prêts bancaires	0,6	10,6
Taux de la Banque centrale	3,25	1,75
Rend. obligataires à 10 ans	4,8	3,78

Source : ISI

Tableau 3 : Pour répondre à la morosité économique et à l'effondrement des marchés des actions, les États-Unis ont baissé leurs taux plus dynamiquement que le Japon. Il en est résulté une croissance de la masse monétaire et du crédit supérieure.

Japon souffrait d'un grand nombre des mêmes symptômes (centralisation et implication excessive du gouvernement dans l'économie) qui avaient miné l'Union soviétique et les autres pays de l'Est. Heureusement, le Japon avait laissé le champ suffisamment libre au secteur des petites entreprises pour qu'il puisse nettement mieux réussir que les pays communistes. Malheureusement, la richesse importante créée a peut-être été responsable du laxisme japonais en matière de réformes économiques, qui a conduit à « la décennie perdue » de stagnation économique des années 90.



## Débat sur la déflation : Raison pour laquelle il est improbable que les États-Unis répètent les 10 ans d'effondrement japonais (suite)

Un autre livre publié à la fin des années 90 analysait de façon extraordinaire les problèmes économiques créés par le « triangle de fer » des politiciens, bureaucrates et entreprises du Japon. « Japon – le système qui a tourné au vinaigre », écrit par l'économiste Richard Katz, observateur de longue date du Japon, qui raconte la montée et la chute du modèle économique japonais. Le modèle était efficace immédiatement après la guerre, car il canalisait les ressources du pays vers un petit nombre de secteurs clés comme l'automobile et l'acier qui allaient devenir des acteurs importants à l'échelle mondiale. Toutefois, le modèle est tombé en panne à la fin des années 80, début des années 90, quand les secteurs non-concurrentiels qui auraient dû être liquidés ont été au lieu de cela protégés par le gouvernement, à un tel degré qu'ils sont devenus un boulet pour l'économie et le système financier en général. Même à l'heure actuelle, il est quasiment impossible pour le Japon de se déconnecter d'une douzaine de grandes sociétés – appelées les « sociétés zombies » - qui auraient disparu depuis des années sans l'appui des politiques.

En revanche, l'économie américaine semble de toute évidence être un système « capitaliste avec des verrues », mais néanmoins un système capitaliste. Il est certain que nous avons assisté à des dépenses excessives et à des scandales liés à la gouvernance des entreprises. Toutefois, les États-Unis ont rapidement pris des mesures pour réorienter les ressources des sociétés et des secteurs non-rentables et pour relever les normes comptables et de gouvernance suite aux récents scandales. À la fin octobre, un groupe influent d'analystes en communication et de dirigeants d'entreprises ont demandé à la Commission fédérale des communications de laisser périr les sociétés de télécoms en faillite, et de les laisser « périr rapidement », au lieu d'essayer de renflouer des entreprises rendues obsolètes par les progrès technologiques. On a rarement entendu de tels appels au Japon ou encore en Europe. La capacité de tolérer l'échec et de repartir est une des forces clés du système économique américain qui donne des raisons de penser qu'un scénario de stagnation du type japonais est fortement improbable. Les statistiques remarquablement bonnes de productivité aux États-Unis, qui reflètent la souplesse du marché de l'emploi et l'amélioration des marges de profit, vont également dans ce sens.

Pour les investisseurs, la façon dont sera résolu le problème de la déflation promet d'être d'une importance cruciale. Si les États-Unis devaient s'acheminer vers une décennie, voire plus, de déflation et de stagnation économique à la japonaise, les obligations seraient alors la catégorie d'actifs de choix pour de nombreuses années à venir. Toutefois, si vous pensez que la Fed réussira à pourfendre la déflation et que l'économie américaine reprendra son rythme normal de croissance, il est probable que les actions battent à plates coutures les obligations dans les années à venir.

Nous pensons qu'il est clair que les comparaisons avec le Japon sont excessives et trompeuses. Ne sous-estimez pas le ressort de l'économie américaine et des marchés financiers. Il fallait être baissier voilà deux ans, pas maintenant.

*William Sterling, Stratège mondial,  
CI Global Advisors LLP*