

## La crise japonaise, ou comment un pays riche s'enlise dans la déflation

Évelyne Dourille-Feer, Cyrille Lacu\*



p. 76-90

Jusqu'en 1991, la solidité de l'économie nippone a reposé sur un modèle de développement dont les grandes lignes ont été tracées dès la seconde moitié du XIXe siècle et le début du XXe siècle, puis remaniées marginalement après la Seconde Guerre mondiale. Ce modèle, conçu avec un objectif de rattrapage – donc de croissance forte – et dans un contexte de relative fermeture du marché domestique, s'est ordonné autour d'un État régulateur, de groupes industriels puissants et de ménages poussés au travail assidu et à l'épargne. Croissance et plein-emploi assuraient le bon fonctionnement du modèle. C'est ainsi que l'État, par le biais réglementaire, a protégé des secteurs domestiques à faible productivité pour en faire des réservoirs d'emplois (BTP, agroalimentaire, distribution...), tout en encourageant la concurrence entre les grands groupes, indispensable pour dégager une balance commerciale excédentaire. En revanche, son rôle en matière de protection sociale est longtemps resté limité, celle-ci étant prise en charge partiellement par les entreprises. La vocation des entreprises était largement « communautaire » : il leur incombait de stabiliser l'emploi en gardant des sureffectifs et d'assurer la formation du personnel. Mais ces surcoûts pouvaient, compte tenu du faible niveau de concurrence, être répercutés sur les prix.

D'étroites relations financières entre les *keiretsu* (groupes diversifiés) et un secteur bancaire fortement réglementé structuraient un modèle de gouvernance propre au Japon. L'organisation capitaliste du groupe était nouée autour de ses institutions financières (cœur financier) et, en particulier, de sa « banque principale ». Celle-ci, en échange de leur fidélité, assurait aux entreprises du groupe un environnement financier stable sur le long terme (gestion des participations croisées et accès à la liquidité). Ce mode d'organisation tissait des solidarités financières très fortes entre banques et entreprises – pratique dite « du convoi » – et dessinait un modèle de capitalisme de type managérial plutôt qu'actionnarial. Dès lors, l'augmentation du chiffre d'affaires était privilégiée au détriment de la maximisation du profit. Par ailleurs, le modèle reposait sur un mode de décision consensuel et les relations d'affaires se basaient sur les liens interpersonnels et non sur le droit.

De leur côté, les ménages anticipaient une progression régulière de leurs revenus, grâce à la croissance et à un modèle salarial égalitaire favorisant le plein-emploi. Ils

---

\* Évelyne Dourille-Feer est économiste au CEPII ; Cyrille Lacu est doctorant à l'université de Paris-X et collaborateur extérieur au CEPII.

pouvaient ainsi à la fois acquérir un taux d'équipement en biens durables très élevé et maintenir un effort d'épargne important pour faire face aux dépenses d'éducation, d'accès à la propriété et de compléments de retraite ou de sécurité sociale. Cette épargne était presque totalement intermédiée (dépôts bancaires, assurances-vie et droits de retraite par capitalisation).

Avec l'ouverture financière des années quatre-vingt qui donna le coup d'envoi à un vaste mouvement de déréglementations dans tous les pays de l'OCDE, le Japon a perdu progressivement la maîtrise d'un certain nombre de règles du jeu. Il n'est pas parvenu à résoudre la crise bancaire apparue lorsque la bulle spéculative, formée au Japon comme ailleurs, a éclaté. La libéralisation financière a déstabilisé les fondements d'un système qui reposait sur la coopération étroite entre les banques, les entreprises et l'État. Certains ont parlé de « fatigue institutionnelle » pour décrire l'incapacité du Japon à résoudre la crise financière et à retrouver une cohérence économique d'ensemble. Cette incapacité a durablement compromis la croissance japonaise.

### **Formation et éclatement des bulles**

La plupart des économies de l'OCDE connaissent, du milieu des années quatre-vingt au milieu des années quatre-vingt-dix, des cycles financiers prononcés et fortement corrélés. On trouve, à l'origine de la phase ascendante de ces cycles, quatre chocs de grande ampleur qui affectent l'économie mondiale.

Le premier choc est la déréglementation des marchés financiers et des activités de crédit. L'instabilité monétaire apparue à la suite des chocs pétroliers et le désendettement consécutif des entreprises ont détérioré la rentabilité des systèmes bancaires. On croit pouvoir la restaurer et l'émanciper des fluctuations conjoncturelles en autorisant les banques à gérer librement leurs risques et à diversifier leurs services. Les pays anglo-saxons s'engagent les premiers dans la libéralisation financière, suivis du Japon à partir de 1980, puis de l'Europe continentale à partir de 1983-1984.

Les deux autres chocs, dépréciation du dollar de 1985 à 1988 et contre-choc pétrolier de 1986, éloignent durablement les risques inflationnistes dans l'ensemble des pays de l'OCDE. Il s'ensuit une détente rapide et générale des politiques monétaires et des taux sur la plupart des marchés obligataires.

Cette aisance monétaire en période de libéralisation est d'autant plus favorable à la formation de bulles spéculatives qu'elle est accompagnée dans la plupart des pays d'un quatrième choc : l'allègement significatif de la fiscalité sur le patrimoine.

Cette baisse de la fiscalité, associée à celle des coûts de financement, assure des conditions extrêmement favorables à l'acquisition d'actifs immobiliers et boursiers, et provoque leur appréciation. Dans le même temps, les systèmes bancaires, lâchés dans un environnement concurrentiel nouveau, accroissent agressivement leur offre de crédit pour tenter d'améliorer leur rentabilité. Ils l'orientent massivement vers l'immobilier et la finance, provoquant une nouvelle hausse des prix d'actifs. Cette hausse accroît le levier d'endettement des investisseurs : leur demande de crédit est apparemment sans risque, puisque bien garantie par la possession d'actifs dont la valeur augmente ; cette

demande de crédit soutient l'activité... et donc les anticipations de poursuite de la hausse des prix d'actifs. Au Japon, les banques détiennent elles-mêmes de gros portefeuilles boursiers et immobiliers ; leur appréciation gonfle en apparence la solvabilité bancaire et donc fait croître encore plus vite les capacités d'offre des banques. Le boom du crédit entretient une dynamique divergente : la bulle des prix d'actifs qu'il nourrit renforce artificiellement la solvabilité des emprunteurs et la solidité des banques. Ce faisant, elle détériore autant la capacité que la vigilance des uns et des autres à sélectionner les risques.

En Europe, l'euphorie spéculative se traduit rapidement par des tensions sur la demande et par de l'inflation. Freinée par les contraintes macroéconomiques imposées par le système monétaire européen, elle touche peu l'appareil productif. Au Japon, cette force de rappel ne s'exerce pas. Les taux d'intérêt nominaux et réels sont les plus bas parmi les pays de l'OCDE. Le Japon enregistre une progression record à la fois en termes d'appréciation des actifs et de croissance économique.

Cette croissance économique est en partie artificielle, parce que très déséquilibrée. Les entreprises se fondent sur des anticipations excessivement optimistes pour se lancer dans des politiques de croissance agressive de leurs parts de marché. Ces stratégies impliquent un effort d'investissement colossal (20 % du PIB en 1990, cinq points de plus que la moyenne OCDE) et un lourd endettement bancaire pour le financer. C'est la composante de la demande qui contribue le plus à la hausse exceptionnelle du PIB japonais sur la période de la bulle. La dépendance à l'égard du crédit s'accroît progressivement. Car, pour éviter de relever leurs prix de vente, les entreprises, confrontées à la détérioration de leurs conditions d'exploitation (accumulation de stocks et de capacités), au gonflement de leurs charges financières (endettement) et à la hausse des prix des produits intermédiaires, écrasent leurs marges, donc leurs capacités d'autofinancement.

L'impact inflationniste de la croissance est contenu au prix d'une réduction constante des exigences de rentabilité réelle et au prix d'une fragilisation des bilans. Comme la consommation des ménages ne suit qu'avec retard la croissance du PIB, l'inflation apparaît tardivement, les taux longs ne remontent pas avant la fin de l'été 1989 et l'accumulation se poursuit.

Cette dynamique est rendue possible parce que la sphère financière obéit à une logique d'accumulation identique. La concurrence bancaire assure un accès aisé et bon marché au crédit. Sur les marchés, les actifs se valorisent fortement ; la baisse des dividendes et intérêts n'entame pas la confiance, elle est interprétée comme une baisse de la prime de risque. Les autres institutions financières et les entreprises bénéficient doublement de cet effet de richesse, à l'actif, en utilisant de plus en plus leurs trésoreries dans un but spéculatif, au passif, en émettant des fonds propres peu coûteux et facilement souscrits. Entre 1985 et 1989, la capitalisation boursière de Tokyo passe de 60 % à 153 % du PIB (soit de 50 % à 140 % de la capitalisation boursière américaine) avec un quasi-doublement de la valeur comptable du capital levé. Le gonflement du crédit assure le gonflement du capital productif et finance celui des titres de propriété. L'illusion d'une solvabilité maîtrisée est acquise au prix d'une rentabilité globale extrêmement faible.

Mais, à la fin de la décennie quatre-vingt, la hausse des taux d'intérêt mondiaux renverse la tendance des marchés d'actifs. L'éclatement de la bulle début 1990 se répercute sur le crédit (voir graphique 1 p. 8, ligne 1). Partout, les fragilités émergent avec l'affaiblissement de la croissance. Les expériences nationales divergent alors fortement, par la durée et l'intensité des crises.

Au milieu des années quatre-vingt-dix, à l'exception du Japon, tous les pays ayant connu des bulles ont résolu leur crise et sont dans un nouveau cycle conjoncturel. Le cas suédois est exemplaire. L'éclatement de la bulle provoque rapidement une crise bancaire majeure et de graves problèmes de financement du déficit courant. L'emploi d'une méthode radicale (nationalisation forcée d'une grande partie des banques et injections massives de fonds publics dès 1991-1992) permet une sortie de crise dès 1993. Grâce à une récession très courte et à un bon travail de restructuration bancaire, les privatisations s'opèrent dans de bonnes conditions, au point qu'en 1996 le coût budgétaire direct de l'assainissement (5-6 % du PIB) est déjà remboursé.

Le Japon suit une trajectoire opposée. En cherchant à éviter les coûts immédiats d'une stabilisation bancaire, il hypothèque sa croissance. Onze ans après, son bilan macroéconomique et patrimonial est préoccupant et la crise bancaire n'est pas résolue. Certes, la croissance annuelle moyenne du Japon sur les années 1991-2001 n'apparaît pas très inférieure à celle de l'Union européenne (1,2 %, contre 2 %), encore moins si l'on considère les PIB par tête (respectivement 0,8 % et 1,2 %). Mais les pays européens, comme les États-Unis, ont consacré le tournant des années quatre-vingt à l'assainissement de leurs systèmes bancaires et au désendettement ; ces efforts leur permettent de profiter d'une reprise solide au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Inversement, l'économie japonaise est en perte de vitesse régulière depuis 1990 ; 1996 et 2000 ne constituent que des exceptions sans lendemain. L'écart avec les autres pays de l'OCDE se creuse nettement à partir de 1997. Le Japon se trouve confronté à une crise de solvabilité bancaire asséchant le crédit à l'économie, à une crise de l'offre dont les évolutions structurelles sont bloquées par la crise bancaire, enfin, à une faiblesse de la demande, endogène à la dynamique déflationniste.

### **1990-1997 : récession freinée, fragilités financières accrues**

De 1990 à 1997, les autorités espèrent qu'en soutenant l'activité par des politiques macroéconomiques, la progression des revenus permettra de financer les ajustements microéconomiques au sein du système bancaire et de l'appareil productif. Mais il est impossible de résoudre une crise générale d'insolvabilité bancaire de cette manière. Si les banques nettoient leurs bilans en douceur, la liquidité bancaire réduite rend l'offre de crédit instable, propage l'incertitude dans l'économie et entretient une faiblesse chronique de la demande qu'aucune politique conjoncturelle ne peut durablement raffermir. L'allongement du temps nécessaire à l'assainissement épuise les marges de manœuvre de la politique économique et incite à l'aléa moral les banques les plus dégradées, puis l'ensemble des banques, tant l'horizon de retour à la solvabilité semble éloigné. L'expérience japonaise illustre bien ce processus d'enlèvement.

Les banques comme les entreprises n'entreprennent d'abord qu'un effort marginal d'assainissement des bilans qui pèse peu sur leurs contraintes budgétaires. Espérant la

reprise, les autorités encouragent les banques à soutenir les emprunteurs en difficulté. Elles entretiennent un cadre prudentiel opaque, ce qui revient à accorder une garantie implicite sur tous les passifs bancaires (cette garantie devient explicite en 1997). La montée du chômage est contenue (il plafonne en 1997 à 3,5 %) et les revenus salariaux, quoique freinés, progressent plus que l'activité. La consommation reste ainsi le soutien le plus stable à la demande globale. Celle-ci s'affaiblit pourtant de manière chronique. D'une part, les politiques budgétaires et monétaires, mal conduites, sont, au mieux, un soutien passif à l'activité. D'autre part, en maintenant des politiques salariales relativement généreuses, les entreprises dégradent leurs états financiers et réduisent leurs investissements (de 20 % à 15 % du PIB entre 1990 et 1997). Quant à la demande extérieure, elle est paralysée par le doublement de la valeur du yen face au dollar (en 1996, la dépréciation du yen autorise une reprise éphémère).

À mesure que la récession s'accroît, les profits des entreprises diminuent, les marchés immobiliers et boursiers poursuivent leur déprime et la valeur des garanties bancaires baisse. La qualité moyenne des crédits, donc la solvabilité bancaire, se détériore encore. Mais les banques ont de moins en moins à gagner à la restructuration de leurs emprunteurs. Ceci impliquerait, à la fois, une diminution de leurs encours de crédit, donc de leurs revenus d'intermédiation, et la réalisation de pertes. Plus le temps passe, plus les comportements se crispent, au niveau des banques comme des entreprises.

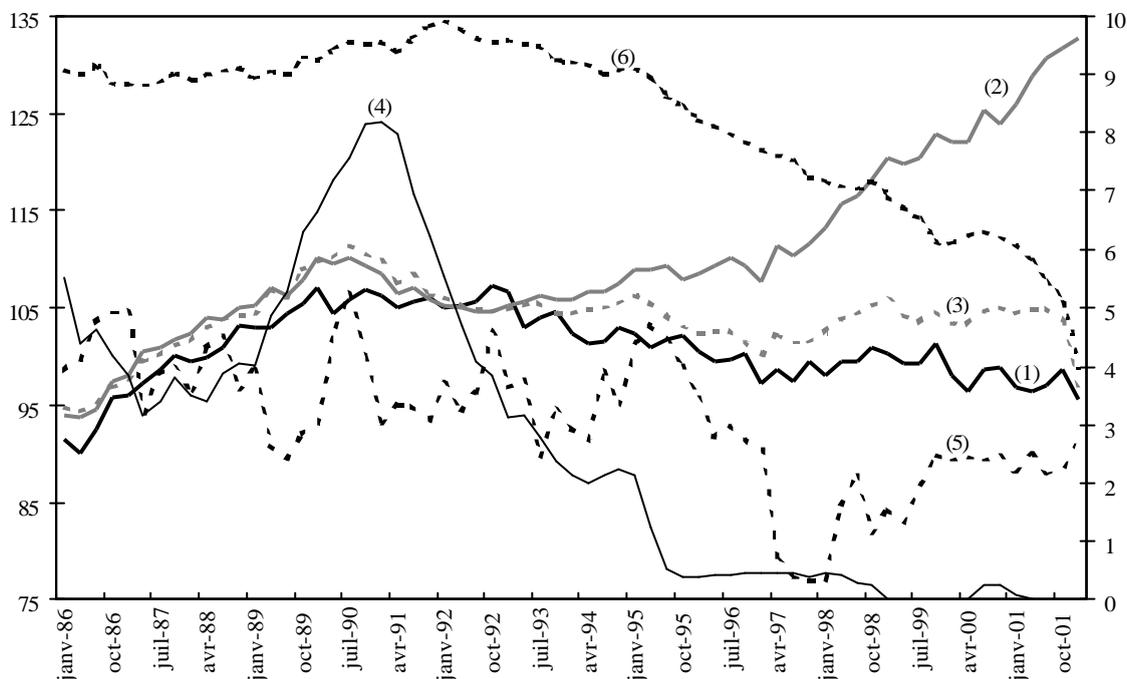
Le système bancaire et financier répugne à se séparer de mauvaises créances ou à liquider des portefeuilles de titres sur des marchés déprimés pour ne pas avoir à réaliser des pertes encore dissimulées. De ce fait, la liquidité interne du système se resserre. Cependant, en dépit de l'illiquidité et de l'insolvabilité croissantes des banques, on n'observe pas de contrainte sur l'offre agrégée de crédit. À mesure que la récession et les difficultés bancaires s'amplifient, la politique monétaire s'assouplit et réduit le coût des liquidités offertes par la banque centrale (voir graphique 1 p. 8, ligne 5).

Mais les effets de la crise bancaire ne se mesurent pas uniquement à la taille des encours ; la composition, la durée et le coût moyen des crédits révèlent plus sûrement les difficultés. Ainsi, l'offre de crédit est-elle abondante et bon marché pour les emprunteurs très endettés et pour ceux appartenant aux secteurs peu concurrentiels ; dans ces conditions, ils ne font pas d'effort de désendettement ni de rationalisation de leur appareil de production. Le crédit est, au contraire, de plus en plus réduit pour les emprunteurs sains des secteurs concurrentiels. In fine, hormis les groupes manufacturiers exportateurs, soumis à la concurrence internationale, toutes les entreprises se fragilisent, par manque de crédit pour les unes, par excès de crédit pour les autres. L'investissement des PME est étouffé, la restructuration de l'offre freinée, et toute reprise durable hypothéquée. C'est d'autant plus le cas que les *keiretsu*, qui continuent d'être alimentés par leurs banques partenaires, font de moins en moins bénéficier leurs sous-traitants de leurs accès aisés aux sources de financement et vont jusqu'à s'en séparer.

Enfin, pour contourner les problèmes de solvabilité, les autorités encouragent les assurances-vie, les banques et leurs *keiretsu* à multiplier les croisements de participations et de dettes subordonnées entre elles. De cette manière, les pyramides

financières s'étendent, avec pour corollaire un rendement des titres et donc du stock de capital de l'économie toujours plus bas.

**Graphique 1 – La déflation**



- (1) Crédit bancaire au secteur privé en % du PIB - gauche
- (2) Masse monétaire (MM) en % du PIB - gauche
- (3) MM corrigée de la progression exceptionnelle de M1 en % du PIB - gauche
- (4) Taux court nominal (TMM) - droite
- (5) Taux long réel (JGB 10 ans) - droite
- (6) Multiplicateur monétaire = MM/base monétaire – droite

1997-20.. : de la crise financière à la déflation

Sources : Banque du Japon et Wefa Databank.

### 1997-20.. : de la crise financière à la déflation

Une pyramide financière est un équilibre coopératif d'autant plus fragile que les relations croisées qui la forment s'intensifient. À partir de l'automne 1997, trois chocs rompent cet équilibre et provoquent l'éclatement d'une crise financière aiguë : la crise asiatique amplifie l'impact récessif du resserrement fiscal du début 1997 et, en novembre 1997, la dixième banque Hokkaido Takushoku et la prestigieuse maison de titres Yamaichi sont acculées à la faillite dans des circonstances traumatisantes. Le système de convoi, qui avait permis de prendre les risques de projets à long terme, reposait sur le rôle clef des banques principales solides : la faillite de Yamaichi, lâchée par la banque du groupe – elle-même en proie à des difficultés financières – et par le ministère des Finances, a été le premier exemple retentissant du dysfonctionnement du système.

Surtout, le défaut de Yamaichi provoque une forte demande de liquidités sur le marché monétaire à laquelle la Banque du Japon ne répond pas sur-le-champ ; une panique brève, mais extrêmement violente, se déclenche, montrant ouvertement à quel point le système bancaire, asphyxié par ses pertes, dépend de l'approvisionnement régulier en liquidités bon marché de la banque centrale.

Ce stress provoque une chute de la Bourse, donc une baisse de la valeur des portefeuilles d'actions qui gonflait les ratios de solvabilité bancaires. Comme ces derniers baissent tous en même temps, ce mouvement déclenche des tensions sur les autres marchés financiers et sur la liquidité bancaire ; des retraits de dépôts apparaissent et les marchés internationaux réévaluent le Japan premium au point d'exclure la plupart des banques japonaises. Au pire moment, pour restaurer son image, chaque banque engage individuellement des provisionnements massifs de créances douteuses en les finançant par des ventes de titres et par une contraction violente de l'offre du crédit. La liquidité des entreprises est étranglée, l'investissement gelé. Les faillites augmentent brutalement et l'incertitude se répand dans toute l'économie. Le verrou du marché de l'emploi saute. La consommation se contracte brutalement. 1998 est une année de forte dépression.

À partir de mars 1999, la situation parvient à être maîtrisée, grâce à un plan de stabilisation bancaire et à l'engagement de la Banque du Japon dans la politique de taux zéro (voir graphique 1 p. 8, ligne 5). Ces mesures restent insuffisantes pour résorber l'insolvabilité structurelle des banques, mais le risque systémique est écarté : les ressources liquides des banques sont à présent gratuites et en quantité illimitée. Les tensions financières se calment.

Pourtant, la déflation macroéconomique s'installe et, en 2001, le Japon entre à nouveau en dépression. En quête de crédibilité, les banques commencent à restructurer leurs portefeuilles de clientèle, en touchant cette fois-ci les secteurs les plus endettés (services financiers, immobilier, commerce). Or ces secteurs sont en cours de déréglementation depuis 1997. Écrasement des marges et désengagement bancaire déclenchent les faillites... donc encore des créances douteuses pour les banques.

Le mécanisme déflationniste par lequel les restructurations appellent les restructurations est à l'œuvre.

La contraction de la demande privée entretient les surcapacités dans les secteurs en crise et en fait apparaître ailleurs. Le risque économique s'élève partout. Les entreprises raccourcissent leur horizon d'anticipation, les banques concentrent leur offre de crédit sur leurs clients à risque faible. Pour éviter toute nouvelle prise de risque, les banques utilisent de moins en moins les liquidités fournies par la banque centrale pour financer la demande privée. Soit elles les lui rétrocèdent, soit elles les placent sur la dette publique, sûre et liquide. La trappe à liquidité se forme à ce moment-là : l'offre massive de liquidités à coût nul par la banque centrale n'a plus d'effet sur le niveau d'activité et des prix. Le graphique 1 montre bien la déconnexion entre l'abondance de la liquidité centrale (écart entre lignes 2 et 3) et son impact sur l'économie (lignes 3 et 4). On ne peut qu'anticiper une hausse des taux réels, donc un alourdissement du coût de l'assainissement, et une détérioration de la solvabilité. L'écart se creuse entre le taux des

emprunts d'État et celui de la dette privée. Or, à taux courts nuls, la forte prime de risque sur les emprunteurs privés traduit moins un arbitrage rendement-risque qu'une hausse générale de la préférence pour la liquidité. Elle implique la dépréciation des actifs patrimoniaux, donc une hausse des risques de défaut.

La déflation s'enracine quand l'instabilité bancaire et la dégradation des conditions de production ne peuvent plus soutenir l'emploi. Le chômage dépasse les 5 %, la hausse des revenus salariaux est stoppée, le consensus social est ébranlé. En atteignant désormais directement les ménages, la crise financière et économique devient aussi sociale. La déprime durable de la consommation qui en découle enraine encore la dynamique déflationniste.

### **Les déficiences de la politique économique**

Dans les situations de spirale déflationniste, le décideur public a deux objectifs. Le premier est de réduire l'incertitude pour que les agents aient la possibilité de former des anticipations sur le long terme. Cet objectif passe par un environnement financier stable, donc par la résolution de la crise bancaire. Sans cela, la liquidité de l'économie n'est pas assurée et, par conséquent, toute politique économique est vouée à l'échec. Le second objectif est non plus de stabiliser les anticipations mais de les relever. Il passe par la stabilisation des profits des entreprises, seule capable d'assurer une reprise durable de l'investissement. C'est là qu'intervient la politique macroéconomique. D'une part, une politique monétaire expansive doit permettre de réduire l'impact négatif du désendettement sur le niveau de la dépense et sur la liquidité de l'économie, à la fois en allégeant les charges de la dette et en réduisant les exigences de rentabilité minimale de l'investissement nouveau. D'autre part, la politique budgétaire et fiscale doit permettre de fixer la demande globale à un niveau suffisamment élevé pour assurer la stabilité des prix et celle de la rentabilité d'exploitation des entreprises. Ensemble, politiques monétaire et budgétaire permettent d'éloigner les tensions sur la liquidité et de réduire le risque économique moyen pour restaurer une dynamique de croissance auto-entretenu.

Au Japon, l'intensification de la crise tient, en premier lieu, à une mauvaise utilisation des politiques budgétaire et de change, à la fois sous-utilisées et insuffisamment lisibles pour stabiliser la demande globale et réduire l'incertitude liée à la permanence des problèmes bancaires.

Sur les onze ans de crise, les dix enveloppes de relance sont appliquées partiellement et orientées vers des secteurs sous-performants. En ciblant les travaux publics traditionnels (routes, ponts...) et les secteurs en déclin, les pouvoirs publics cherchent avant tout à conforter leurs alliés traditionnels. Ces relances sont surtout trop ponctuelles pour être expansives, quand elles ne sont pas compensées par des contre-mesures restrictives. D'ailleurs, depuis 1991, le déficit public résulte moins d'une dépense active que du jeu des stabilisateurs automatiques ; à partir de 1998, l'impact de la baisse des profits sur les recettes fiscales creuse le déficit (- 7,2% du PIB sur 1999-2001 contre - 3 % à - 4 % auparavant).

Mais une dette publique à 140 % du PIB ne doit pas être un frein. Détenue à 96 % par les résidents, elle répond à une insuffisance de la demande privée et à un excès

d'épargne, sans pression sur les taux longs. Et, dès lors que ce déficit est principalement conjoncturel, on peut escompter qu'il se résorbera rapidement avec la reprise.

En matière de change, l'incertitude qui entoure l'évaluation du yen provient, d'une part, de l'absence de jugement officiel clair sur la surévaluation actuelle du yen imposée par les États-Unis, d'autre part, de l'instabilité financière locale qui rend difficile toute évaluation par les marchés du yen en tant qu'actif. Le gouvernement japonais doit affirmer la nécessité d'un yen plus faible, pour que la demande extérieure devienne expansive et surtout stable.

La politique monétaire s'adapte également avec retard à la dégradation de l'activité au lieu de l'anticiper, jusqu'à la faillite des *jusen* (sociétés de crédit immobilier) en 1995, perçue comme un avertissement du risque croissant de défaut bancaire. La priorité de la Banque du Japon devient alors de répondre à chaque secousse du système bancaire, en assouplissant son offre de liquidité. Le taux d'escompte tombe ainsi à 0,5 % en 1995, puis, en mars 1999, la politique de taux zéro répond à la crise bancaire (voir graphique 1 p. 8, lignes 2 et 4). Depuis septembre 2001, la banque centrale a un objectif quantitatif de croissance de la liquidité bancaire, révisé à la hausse à mesure que les difficultés s'intensifient ; cette politique est sans répercussion sur l'activité, le canal du crédit ne fonctionnant plus. Ces conditions monétaires écartent les risques de liquidité et de système. Elles assurent donc le renouvellement gratuit de la pyramide financière et, ce faisant, génèrent un aléa moral sur le système bancaire en lui prêtant en dernier ressort, en permanence, gratuitement et sans conditions, puisque statutairement, une banque centrale doit garantir le bon fonctionnement du système de paiement et donc tout faire pour éviter un défaut. Réduisant sa politique monétaire à du prêt en dernier ressort permanent, la banque centrale est donc actuellement otage d'une crise bancaire que la supervision entretient.

En effet, les mesures de stabilisation bancaire adoptées à la suite de la crise majeure de 1997-1998, bonnes sur le principe, ne sont pas menées à terme par l'autorité de tutelle du système financier (Financial Services Agency). Sur les vingt grandes banques actives en 1997-1998, trois sont nationalisées, recapitalisées puis revendues à un coût exorbitant pour le contribuable. Deux programmes d'injections publiques sont appliqués parallèlement à la garantie publique apposée sur les dépôts. En contrepartie, les banques doivent apurer leurs bilans sous peine de nationalisation. Quand l'insuffisance des injections est avérée, les autorités, embarrassées, lèvent les sanctions. Cet aléa moral produit par la politique de supervision de la FSA n'encourage pas les banques à accélérer la recomposition de leurs actifs, à faire faillite ou à révéler leurs pertes. Il empêche le fonctionnement de la structure de cantonnement, censée les récupérer, réduit le recours aux crédits publics débloqués pour que le système de garantie des dépôts gère les faillites bancaires et accélère les fusions entre grandes banques, dans le souci d'échapper à leur nationalisation (*too big to fail*).

L'indépendance de la FSA est aujourd'hui illusoire. Son intégration au Conseil des ministres en 1999 a repolitisé la question bancaire. Ayant conduit les réformes passées, elle est le dernier opposant à un nouveau plan de stabilisation, qui reconnaîtrait son échec. Ses moyens insuffisants rendent difficile un changement de discours, qui nécessiterait de connaître et d'imposer la « vérité sur les banques ». Piégée, elle

s'emploie à maintenir le statu quo en assouplissant régulièrement les règles comptables qui servent à évaluer les normes de solvabilité et en multipliant les inspections sans suite.

Toutes les crises bancaires intervenues dans les pays riches au début des années quatre-vingt-dix ont été résolues par socialisation des pertes et restructurations imposées par l'État. Les montants mobilisés furent de 15 % du PIB en Finlande, 8 % aux États-Unis et aux alentours de 5 % pour la France. Ils dépendent de l'ampleur de la bulle et de la rapidité des autorités à neutraliser l'impact déflationniste de son dégonflement sur l'économie réelle. Le Japon est le seul pays à être encore dans sa phase récessive. Le coût final de la stabilisation bancaire risque donc d'atteindre un record. Les fonds publics effectivement engagés atteignent pour le moment 15 à 20 trillions de yens, soit 3-4 % du PIB, un montant au moins quatre fois inférieur aux pertes supposées des banques.

Le coût social de la crise est élevé. Le rôle assuré par les grandes entreprises japonaises dans le domaine de l'emploi (maintien des effectifs en surnombre, formation des salariés) devient de plus en plus difficile à assumer, d'autant plus que la pénétration des firmes étrangères au Japon s'intensifie et que le renforcement de la représentation des actionnaires externes au sein des conseils d'administration pousse à relever la rentabilité. Si le modèle social japonais rend le recours au licenciement encore difficile au début des années 2000, l'augmentation des mises à la retraite anticipée, les embauches de professionnels spécialisés à mi-carrière, la montée de la part des contrats à durée déterminée attestent d'une évolution du rôle de l'entreprise. C'est ainsi que les grandes entreprises remettent en question leur pratique de l'emploi à vie et, surtout, de « salaire à l'ancienneté » qui était bien adaptée à la jeunesse de la population et à la période de forte croissance des années cinquante à soixante-dix mais ne correspond plus au contexte actuel. En 2001, environ 25 % des salariés ont un statut précaire contre 12 % en 1990.

La décennie quatre-vingt-dix n'a pas été une décennie vide : le secteur manufacturier n'est plus au cœur de l'économie, les différents secteurs (industrie, distribution, finance...) sortent des carcans réglementaires. Début 2002, le gouvernement semblait décidé à réorienter ses aides vers les secteurs générateurs de demande (TIC, innovation, éducation). Si la lenteur des réformes a longtemps permis de préserver la cohésion sociale et de maintenir le choix ouvert entre une économie libérale ou une économie plus régulée, désormais l'approfondissement des problèmes du système financier va contraindre les politiques à définir clairement leurs objectifs.

S'il fallait maintenant retenir une leçon de la crise japonaise pour la théorie économique, c'est bien que Keynes n'est pas mort. Premièrement, « money matters ! » (la monnaie compte). La relation d'interdépendance entre monnaie et confiance est au cœur de toute l'activité économique. Comme la monnaie n'est rien d'autre que la dette du système bancaire, les désordres dans le crédit que l'instabilité bancaire produit créent un conflit destructeur : quand l'offre de crédit devient imprévisible, l'échange se désorganise, détériore à la fois la liquidité et la solvabilité de tous les agents, réduisant encore la capacité des banques à produire de l'intermédiation. Alors que la monnaie se raréfie, elle devient recherchée pour elle-même. Cette crispation croissante sur la valeur

de la monnaie entretient l'économie dans une spirale déflationniste. La stabilisation bancaire est un préalable pour que la politique monétaire exerce à nouveau une influence sur l'activité. Mais, à elle seule, elle ne peut renverser la dynamique déflationniste. Car, secondement, « real matters ! ». L'instabilité économique demeure, en dépit de la stabilisation bancaire et de taux d'intérêt bas, car des perspectives de revenu trop dégradées rendent inacceptable le niveau d'endettement et, ce faisant, contractent la dépense. Les anticipations économiques contiennent ainsi une part de subjectivité irréductible, liée au fait monétaire et au caractère fondamentalement spéculatif de toute prise de risque, mais aussi au défaut de coordination en dehors de la monnaie. On en revient donc toujours à l'imperfection des anticipations économiques. Mais, cette fois-ci, le problème n'est pas dans la sphère monétaire. La monnaie ne peut pas répondre aux états d'insolvabilité patents. La réponse doit être politique, assumée et contrôlée par la collectivité.

## **Bibliographie**

DOURILLE-FEER E. (dir.), BOUISSOU J.-M. et YATABE K., (2002) Japon : le renouveau ?, Les études de La Documentation Française.

LACU C., (2000) « La crise de l'assurance-vie », économie internationale, n° 84.

LACU C., (2002) « La Grande Dépression des années trente aux États-Unis : quels enseignements pour le Japon ? », septembre, [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr).

OCDE, « Japon », études économiques, 1990 à 2001.

YOSHIKAWA H., (2002) « Japan's Lost Decade », The LTCB International Trust/International House of Japan, mars.