

# ÉCONOMIE INTERNATIONALE

LA REVUE DU CEPII

N° 84 ■ 4<sup>e</sup> TRIMESTRE 2000

## LA LONGUE CRISE DE L'ÉCONOMIE JAPONAISE

PRÉSENTATION

La longue crise de l'économie japonaise

Jérôme Sgard<sup>1</sup>

Les dix années de stagnation de l'économie japonaise, depuis 1990, restent à bien des égards une énigme. Une bulle spéculative, l'insolvabilité de nombreux intermédiaires financiers et une récession ne sont pas en effet des phénomènes exceptionnels, à l'échelle internationale : depuis vingt ans des dizaines de pays ont fait cette expérience, après avoir libéralisé de manière précipitée leur système bancaire. Mais plutôt qu'un scénario classique de réponse à un choc ponctuel, le Japon a connu une longue crise, qui en bonne mesure s'entretient désormais d'elle-même : une croissance moyenne de 1% sur la période, de fortes tendances déflationnistes, des pertes bancaires qui continuent de croître, des performances boursières qui ont amplifié les pertes en capital. Corollaire, les instruments macroéconomiques traditionnels ont montré une efficacité très limitée, bien qu'ils aient été mobilisés avec vigueur tout au long de la période : depuis 1995 les taux d'intérêt à court terme sont inférieurs à 1,5% tandis que la succession de plans de relance a porté désormais la dette publique à 130% du PIB.

En d'autres termes, la particularité de la crise au Japon ne tient pas à ses causes initiales, qui sont banales, mais à sa durée et à la difficulté à lui apporter une réponse cohérente. Deux contre-exemples soulignent l'ampleur de cet échec collectif. La Suède, d'abord, a connu en 1991 une crise bancaire sérieuse due à des dérèglements micro-financiers comparables à ceux observés au Japon (libéralisation partielle, bulle immobilière, etc). 18% de l'encours de crédit a été perdu, les deux principales banques ont été saisies et le pays a connu une récession totale de 5,2% entre 1990 et 1993, due entre autres aux problèmes des banques (Drees & Pazarbasioglu, 1995). Mais dès 1994, celles-ci avaient été remises à flot et reprivatisées, tandis que la croissance retrouvait des niveaux proches de la moyenne européenne. Autre exemple, la Corée a été confrontée à de très gros problèmes bancaires après la crise de liquidité extérieure de la fin de 1997. Ici, la « gouvernance économique » du pays était directement mise en question, du fait de son ajustement très partiel à l'ouverture des années antérieures. Mais la réaction a été très vigoureuse : en quelques mois, on a mis en place une stratégie globale de

---

<sup>1</sup> JÉRÔME SGARD est rédacteur en chef d'*Economie internationale*, économiste senior au CEPII et Professeur associé à l'Université de Paris IX Dauphine (sgard@cepii.fr).

restructurations des institutions financières et de libéralisation interne qui implique à terme une redéfinition profonde des règles du jeu économique.

Ces expériences soulignent *a contrario* les erreurs les plus graves à partir desquelles on a vu dériver la trajectoire japonaise : tarder à identifier les pertes sous-jacentes, refuser de réformer les relations entre classes d'agents, tenter de sortir de la crise uniquement par des moyens macroéconomiques. Certes, en 1998-99, après un resserrement budgétaire intempestif et un ralentissement brutal de l'activité, des fonds publics ont été injectés dans les banques (3,2% du PIB) tandis que le cadre prudentiel était resserré. Ceci a permis de stabiliser les marchés de capitaux et de faire disparaître la *Japan premium*, c'est-à-dire la prime de risque imposée pendant plus d'un an aux institutions financières japonaises sur les marchés internationaux, en raison du risque perçu de contrepartie. Mais il est apparu assez vite que ceci n'était qu'une étape et que de nouveaux efforts seraient nécessaires pour rétablir le système financier et la croissance. Tel est l'enjeu de la période à venir : en particulier, l'année fiscale 2001-2002, qui commence en mars, devrait voir des évolutions de fond, dont les effets sont toutefois difficiles à anticiper.

D'abord, un nouveau plan comptable va entrer en vigueur : sauf nouvelle tergiversation, six mois plus tard, lors du premier bouclage de leurs nouveaux comptes, les banques devront suivre des règles nettement plus rigides de calcul de leurs pertes et de leurs risques de crédit. Le résultat sera attendu avec impatience, tant sont floues les diverses estimations des pertes des banques et de leurs besoins de capitaux propres. À la fin de 2000, elles avaient perdu officiellement 82 trillions de yen depuis le début des années quatre-vingt-dix, mais les estimations privées, bien qu'elles aussi incertaines, étaient plutôt de l'ordre de 120 à 130 trillions, soit près de 25% du PIB. Sur cette somme, une partie seulement était couverte par les provisions et les capitaux propres, si bien que des injections substantielles de fonds publics seront encore nécessaires. Mais, à nouveau, il y a guère de consensus sur leur volume.

Au-delà de ce bénéfice d'information, l'extériorisation des pertes, et donc l'obligation de les financer, devrait normalement précipiter un large mouvement de remise en ordre des bilans, s'étendant de proche en proche à l'ensemble du secteur privé. Le premier impact devrait être une accélération, dans le système bancaire, du mouvement de cessions, fusions, et fermetures, déjà bien avancé parmi les établissements de rang national. Par contrecoup, de nombreuses PME, maintenues en vie depuis des années par leurs banques, devront être mises en faillite, ce qui aura dans l'immédiat un impact négatif sur l'activité et l'emploi. C'est ici que la résistance risque d'être la plus forte, singulièrement dans les services domestiques : selon des estimations privées, 85% des prêts non-performants dans le système bancaire sont concentrés dans le secteur de la construction, le commerce de détail, les services aux ménages et l'immobilier. Or toutes les expériences majeures de crises bancaires montrent que la resolvabilisation de l'intermédiation suppose un ajustement parallèle des entreprises sur-endettées, au plan financier et industriel. En d'autres termes, la recapitalisation bancaire demande, pour être réussie, une redéfinition de la relation microéconomique entre créditeurs et créanciers. La réforme de la supervision doit jouer ici un rôle stratégique, face au risque majeur impliqué par tout transfert de ressources publiques vers des agents privés : c'est-à-dire l'aléa moral, qui impliquerait un relâchement des contraintes financières *après* le transfert, dans l'anticipation d'un nouveau renflouement.

Il n'est pas sûr, toutefois, que toutes les conséquences de l'opération de « vérité des comptes » prévue en 2001-2002 se développent de manière linéaire. On ne peut pas exclure que les autorités refusent finalement de franchir le pas et cherchent à reporter les ajustements les plus douloureux. Par exemple, elles pourraient laisser les banques appliquer les nouvelles règles comptables de manière accommodante, en donnant un horizon plus lointain pour la restauration de leurs ratios de solvabilité. Ou bien elles pourraient maintenir des obstacles importants à la mise en faillite des entreprises insolubles et à la saisie de leurs actifs : ceci limiterait le choc social et protégerait pour un temps une partie de l'électorat du Parti Liberal-Démocrate, qui domine la scène politique depuis les années cinquante. Mais le risque serait alors de freiner la stabilisation du système financier, voir de revenir à la situation de très grande volatilité observée en 1997-98, porteuse de risques majeurs pour l'ensemble des marchés de capitaux internationaux. Le plus probable est que si la voie d'une restructuration

délibérée et contrôlée était ainsi abandonnée, on en reviendrait vite à une démarche de type réactive, sous la pression des marchés et des autorités américaines. Il n'est pas sur que ce soit la meilleure méthode pour assurer la cohérence d'ensemble des réformes.

Les contributions réunies dans ce numéro spécial d'*Economie internationale* veulent répondre aux deux questions principales posées par l'expérience japonaise au cours des années quatre-vingt-dix. Quel est d'abord le lien entre une crise financière irrésolue et une dynamique macroéconomique inédite, faite de stagnation de l'activité et de pressions déflationnistes fortes ? Pendant la première moitié des années quatre-vingt, les autorités ont cru que la reprise de l'activité permettrait de résoudre les problèmes microéconomiques. Désormais, beaucoup identifient plutôt une relation inverse : c'est l'incertitude sur les bilans et le patrimoine des agents qui expliquent la faible croissance et la dévalorisation continue de très nombreuses classes d'actifs. Il reste toutefois à qualifier précisément cette relation et les réponses qu'elle appelle : ici aussi le débat reste ouvert. Seconde question, pourquoi le pays a-t-il tant de peine à apporter une réponse cohérente à la crise ? Ceci met en question la « gouvernance privée », dans les banques et les grands groupes industriels, mais aussi la prise de décision politique. Du coup, c'est aussi l'interaction entre ces acteurs qui pose problème : elle a été au cœur de la bulle spéculative des années quatre-vingt, notamment du fait de la mauvaise supervision ; et, depuis dix ans, elle détermine aussi une « économie politique de la stabilisation », particulièrement inerte, qui met en question les contraintes et les incitations auxquelles sont soumis les principaux acteurs.

HIROSHI YOSHIKAWA identifie trois facteurs d'ordre macroéconomique, qui expliquent la croissance faible de l'économie japonaise : la faiblesse de la consommation, un contenu accru de la demande finale en biens importés et, surtout, la faiblesse de l'investissement des entreprises. Cette dernière tendance se décompose en deux effets. La contrainte la plus ancienne vient de l'élasticité de plus en plus faible de la demande de financements privés aux taux d'intérêt, en raison du bilan fragile des entreprises. C'est ainsi que la distribution de crédits ne s'est pas redressée entre 1991 et 1993, malgré la baisse des taux, ajoutée selon les enquêtes de conjoncture à un assouplissement continu des critères de distribution des banques. Second élément, à partir de 1997-98, les banques ont commencé à rationner une partie de la demande de crédit, notamment celle des PME qui ont subi apparemment des contraintes sur leur fond de roulement. Ceci a alimenté un peu plus la tendance à la baisse du multiplicateur monétaire, qui reflète l'efficacité déclinante de la politique de taux. À ces facteurs de dépression de l'investissement privé se sont ajoutés par ailleurs, sur moyenne période, les effets d'une mauvaise allocation de l'investissement public : les plans de relance successifs depuis 1992 ont alloué des ressources énormes à des secteurs à rendement marginal faible, notamment les infrastructures publiques ; ce n'est que depuis 1999 qu'on observe une inflexion de la structure de ces dépenses. Au total, on est donc confronté à un problème d'origine microéconomique – la faiblesse financière des banques et des entreprises – et aussi, désormais, un désajustement du stock de capital à l'évolution de la demande, notamment dans les secteurs les plus rentables et les plus dynamiques.

STÉPHANIE GUICHARD développe une analyse complémentaire, centrée sur le secteur bancaire : pour elle également, les entreprises sont soumises à des contraintes d'offre sur le marché du crédit, dues à un *capital crunch* des intermédiaires financiers, ce qui n'exclut pas toutefois la présence d'effets de demande. Autre point commun avec la contribution précédente, une inflexion majeure dans l'évolution de la crise est datée de 1997-98 : comme dans bien d'autres expériences de crise bancaire, c'est moins l'émergence de pertes sous-jacentes qui a entraîné un changement discret de comportement des banques, qu'un choc exogène, plus tardif. Soit une crise de liquidité suivie d'une première réforme du cadre prudentiel et comptable, qui ont imposé aux banques une gestion plus rigide de leurs risques et de leurs pertes. Il est pour cette raison particulièrement intéressant de tester économétriquement l'hypothèse du *capital crunch* sur cette dernière période : sur la base de 138 banques une relation positive est identifiée entre leur solvabilité et l'accroissement des encours de crédit, dont la croissance est aussi affectée par l'évolution des plus-values latentes et les efforts d'apurement des pertes. L'auteur propose, en conclusion, de substituer à un indice classique des conditions monétaires, reflétant l'effet conjoint de la politique de taux d'intérêt et du change, un indice plus large, incluant les conditions d'offre dans le secteur bancaire.

Un intérêt des analyses de Hiroshi Yoshikawa et Stéphanie Guichard est d'aboutir à des conclusions réservées à l'égard de l'analyse la plus commune de la crise japonaise, interprétée comme une trappe à liquidité (Krugman, 1998 et 1999 ; Meltzer, 1999). Dans ce cadre, la faiblesse de l'investissement tiendrait *in fine* au rendement très faible du capital, compte-tenu notamment du surendettement des entreprises : ceci expliquerait leur incapacité à répondre aux taux d'intérêt bas depuis 1992. Une solution *a priori* serait d'imposer des taux d'intérêt négatifs, le problème étant alors qu'aucun agent ne se porterait acquéreur d'obligations moins bien rémunérées que les dépôts sans intérêt ou les avoirs en *cash*. La solution serait alors d'obtenir par la politique monétaire une augmentation des anticipations inflationnistes, impliquant des taux d'intérêt réels négatifs *ex post*. On observerait alors un report de l'épargne excédentaire sur la consommation et sur l'investissement, ainsi réactivé, ce qui permettrait une reprise keynésienne de la demande et le retour de l'économie au plein emploi des capacités ; un facteur complémentaire proviendrait en outre de la dépréciation du yen, qui ajouterait un élément de soutien par la demande extérieure (voir aussi les contributions réunies dans Bayoumi et Collins [2000] sur les contraintes auxquelles se heurte la politique économique).

Les deux articles présentés ici suggèrent que ce type de politique n'aura d'efficacité que si des pré-conditions microéconomiques sont respectées . D'une part, les banques doivent être capables d'assurer une intermédiation efficace, face à une demande tangible de crédits venant d'entreprises solvables; Krugman reconnaît ce point mais le considère comme un enjeu de second ordre (« *balance-sheet problems may be self-correcting given time* », Krugman, 1999) ; d'autre part, les effets de soutien à la demande dus à l'anticipation d'une taxation inflationniste, par les ménages, ne devraient pas être compensés par une large incertitude sur la valeur future de leur patrimoine ou, plus immédiatement, sur la stabilité du système bancaire. Comme le soulignait Keynes, la situation de trappe peut perdurer si une telle incertitude majeure, observable sur les marchés ou le système de paiements, n'est pas réduite. Dans une situation plus bénigne, on risquerait d'observer surtout une surliquidité chronique du système bancaire, sans reprise du crédit : ceci est une expérience courante lors de crises bancaires lentes, ou au lendemain d'une restructuration.

Il faudrait donc accueillir avec prudence le passage récent de la Banque du Japon d'une politique de taux d'intérêt à l'affichage d'objectif quantitatifs d'émission monétaire. On pourra éventuellement créer de cette manière des anticipations inflationnistes durables, éventuellement fortes comme le réclame Krugman, si la banque centrale parvient à faire « la promesse crédible d'être irresponsable ». Mais le résultat pourra être décevant : la Banque du Japon ne s'est engagée que provisoirement sur cette voie et, surtout, la réponse des agents à ces impulsions sera toujours soumise à des contraintes de bilans, qui limitent l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire. Enfin, à terme, si les relations entre les banques et leurs créanciers surendettés ne sont pas redéfinies, toute reprise du crédit se heurtera inévitablement à des problèmes d'efficacité de l'allocation. Remobiliser l'épargne est un enjeu, bien allouer l'investissement en est un autre : le problème n'est pas nouveau.

LUIZ PEREIRA DA SILVA prolonge au plan international l'analyse des effets agrégés des dérèglements de la finance japonaise en étudiant de manière originale leur contribution à la crise asiatique de 1997-98. S'opposant aux analyses qui ont mis en avant les « fragilités financières » des pays touchés par la crise, il montre que le cycle du crédit au Japon a été un facteur majeur de déstabilisation. Il teste pour cela trois modèles susceptibles d'expliquer le comportement de prêt des banques japonaises en direction de ces pays. Un modèle de portefeuille établit un lien significatif entre les flux de crédits et les écarts de taux entre le Japon et les taux intérieurs : un accroissement de 50 points de base entraîne un accroissement des crédits japonais de 3% dans le cas de la Corée et de 7% dans celui de la Thaïlande. Ensuite, l'auteur identifie une corrélation entre ces flux, les stocks d'IDE japonais dans chaque pays et le cycle du crédit japonais. Enfin, un lien significatif s'observe entre les crédits japonais et la croissance de l'intermédiation bancaire dans les pays receveurs : en Thaïlande, en Indonésie et en Malaisie l'élasticité du crédit intérieur aux prêts d'origine japonaise est proche de 1, voire supérieure dans le premier cas (1,17). En d'autres termes les cycles macroéconomiques, mais aussi le comportement des banques au Japon, ont contribué à la formation de bulles spéculatives en Asie, quelques années seulement après avoir financé la bulle japonaise des années 1985-90.

AKIYOSHI HORIUCHI adopte une problématique « micro-institutionnelle » de la crise financière japonaise. Après avoir rappelé les principaux caractères du système de la banque principale, ainsi que les phases de la crise depuis 1990, il analyse le « déficit de gouvernance » qui est à son origine. Deux défaillances principales sont identifiées. D'abord, l'effet de la concurrence sur les marchés financiers, qui a été très important pour assurer le dynamisme de l'économie réelle, a été au contraire inhibé, dans le cas du système financier, par l'encadrement étroit des banques et le sous-développement des marchés de capitaux. Ensuite, la réglementation bancaire a contribué à figer la structure du secteur en assurant une redistribution entre agents des rentes d'oligopoles : ceci est devenu une pièce décisive du filet de sécurité du système financier, qui a rendu plus délicate toute déréglementation du secteur. Le résultat a été de réduire un peu plus la capacité adaptative du secteur, qui depuis vingt ans n'a répondu que lentement aux pressions externes, que ce soit l'internationalisation des plus grandes banques, les pressions des États-Unis, la fin de la bulle spéculative ou la stagnation des années quatre-vingt-dix. La difficulté à prendre la mesure de la crise, puis à la gérer rationnellement, s'explique donc avant tout par la collusion entre les banques et les instances de régulation, centrées sur le ministère des Finances. En d'autres termes, c'est aussi la « supervision du superviseur », par le législateur et le contribuable, qui est en question. *A contrario*, l'auteur souligne que les premières mesures structurelles de 1998 ont été prises sous la pression directe des marchés, qui ont démontré ainsi leur capacité à discipliner les agents privés, mais aussi le régulateur public. La leçon pourra éventuellement être renouvelée si l'opération de « vérité des comptes » portée par la réforme de 2001 reste insuffisante, ou si elle n'est pas suivie de mesures structurelles suffisantes (voir par exemple Posen, 2001).

Adoptant un point de vue assez proche, CYRILLE LACU traite ensuite du cas moins connu des compagnies d'assurance-vie : la crise présente ici des aspects moins spectaculaires que dans le cas des banques, bien que ses enjeux, analytiques et politiques, soient comparables. Le point le plus frappant est que l'on retrouve dans ce secteur, qui gère une large partie de l'épargne longue des ménages, notamment les retraites, les mêmes comportements que dans le secteur bancaire : faible transparence comptable, supervision capturée par les intérêts privés, longs délais de réaction des agents à l'émergence de pertes d'investissement, passage progressif d'une crise latente de solvabilité à des contraintes directes de liquidité. Depuis 1997, le secteur fonctionne selon une logique à *la Ponzi*, qui le contraint à liquider des investissements en capital pour couvrir ses sorties de liquidité courantes (rémunération des contrats). Toutefois, cette crise de solvabilité ne s'assimile pas à celle d'une firme industrielle en raison de ses effets d'externalité, qui passent par trois canaux principaux. La liquidation lente des portefeuilles alimentent la baisse des marchés de titres ; le déclin des assurances-vie tarit une source majeure de financement long de l'économie ; enfin, la propension à consommer des ménages est réduite par l'incertitude due à la difficulté à évaluer les pertes sous-jacentes et aux règles floues sur la répartition des pertes. Pour l'auteur, ces effets à caractère systémique justifient que le patrimoine des ménages investi dans les assurances-vie soit entièrement protégé par une garantie publique, tout comme dans le cas des dépôts bancaires.

D'un point de vue de finances publiques, une telle socialisation des pertes privées implique un enjeu redistributif mais pose aussi la question de sa soutenabilité : l'orientation actuelle de la politique budgétaire, les pertes bancaires encore à absorber, le niveau de la dette publique pourront porter cette dernière à un niveau dangereux, notamment en cas de hausse des taux à long terme. Certes un taux d'épargne national élevé permet à l'État de se financer entièrement auprès des résidents, tandis que sa dette brute est en partie équilibrée par des avoirs non-négligeables. Faut-il alors écarter entièrement l'hypothèse d'un risque ricardien ? C'est-à-dire, ici, une situation où un doute latent sur la solvabilité de l'État conduirait les ménages à accroître leur taux d'épargne, dans l'anticipation d'une forme ou une autre de taxation du capital. La présence d'un tel effet dans les comportements observés n'est pas établie, mais sa menace pourrait s'accroître, en réponse notamment aux problèmes de vieillissement de la population auquel est exposé tout particulièrement le Japon. D'habitude, ce dernier problème a été plutôt discuté sous l'angle de la croissance à long terme de l'économie ; mais on ne peut pas exclure que, dans ce contexte démographique, l'incertitude sur la valeur actuelle de l'épargne longue et des créances sociales portées par l'État pèsent plus lourdement sur les comportements d'épargne. Si tel devait être le cas, l'expérience japonaise de déflation ne serait pas aussi singulière qu'on veut bien

le penser en général: elle porterait aussi des leçons inquiétantes pour les autres économies développées, où le financement à long terme des retraites peut paraître mal assuré.

Un pas plus loin en direction d'une approche institutionnelle, PATRICE GEOFFRON aborde la question de l'évolution de la gouvernance privée sous l'effet de la crise financière et des restructurations. Traditionnellement, le réseau serré de participations croisées, de contrats financiers et de marchés du travail internes, organisé autour du système de banque principale, avait pour objet de socialiser les risques d'investissement et d'assurer la pérennité de l'acteur collectif. Trois sources de déclin de ce système sont identifiées. D'abord, l'affaiblissement des banques limite désormais leur capacité à fonctionner comme le pivot des relations au sein des *keiretsu* : restructurations et concentrations bancaires, renforcement du droit des faillites, affaiblissement des réseaux de sous-traitance pèsent ici. Second facteur, la solidarité des blocs d'actionnaires décline, sous la pression de nouvelles règles de consolidation comptable ou bien d'actionnaires minoritaires, jusque là absentéistes (investisseurs étrangers, compagnies d'assurance-vie, etc). Le dernier facteur, plus global, renvoie à la stratégie de nombreux acteurs qui recherchent délibérément à l'étranger des formes alternatives de gestion des entreprises, notamment dans les relations avec les actionnaires et les salariés (les *stakeholders*). La question ouverte est celle de l'influence qu'auront ces pratiques importées, face à la résilience toujours fortes des institutions et des pratiques sociales locales (à commencer par le poids considérable de l'administration et du Parti Libéral-Démocrate). Toutefois, selon l'auteur, les effets de dépendance au sentier devraient restés très forts et infirmer la thèse de la convergence internationale des règles de *gouvernance*, et plus généralement des institutions du capitalisme.

EVELYNE DOURILLE-FEER s'attache à un aspect de la crise et de ses sorties possibles : l'affirmation d'un individualisme plus fort et de plus larges inégalités sociales, dans une société connue pour sa structure relativement «holiste » et pour une différenciation des niveaux de revenu et de richesse proches des moyennes nord-européennes. Ces tendances sont déjà visibles, à travers les ratios statistiques standards : ils révèlent un accroissement sensible des inégalités dans les classes d'âges les plus jeunes, alors que le niveau de vie des retraités est encore très peu différencié. Toutefois, à l'avenir, les facteurs les plus dynamiques devraient s'observer sur le marché du travail : vieillissement de la population, déclin de l'emploi à vie et développement du salaire au mérite, affaiblissement des syndicats, accroissement de la précarité (voir aussi Genda et Rebeck [2000] sur l'évolution du marché du travail dans les années quatre-vingt). À ces évolutions, l'auteur oppose cependant deux variables qui pourraient peser en sens inverse. D'une part l'accroissement du taux d'activité des femmes devrait conduire à une amélioration de leur statut socio-économique, encore très dominé ; de l'autre, le développement de l'internet, en facilitant la croissance de petites entreprises, à l'extérieur des grands groupes industriels, pourrait aussi réduire une des principaux facteurs d'asymétrie sociale.

Finalement, JEAN-MARIE BOUISSOU analyse la crise japonaise avec le regard d'un politologue pour qui, derrière le déclin du compromis social formé à la fin des années cinquante, se développe aussi une crise de la décision politique. Ceci se traduit par un dérèglement du modèle formé lors de la « haute croissance », fondé sur une « gestion originale des aléa sociaux ». Mais plutôt que de se centrer sur le *keiretsu*, l'analyse se place ici sur un plan sociétal : à la fois égalitaire et peu institutionnalisé, ce modèle reposait sur des transferts de revenus et une socialisation des risques entre des secteurs très peu productifs et les industries à la pointe du progrès technique. La clé du succès japonais reposait ainsi sur la capacité à préserver une compétitivité extérieure forte (marchés du travail flexibles, prix intérieurs élevés, stratégies d'investissement à long terme, etc), tout en maintenant sur le plan interne des formes multiples de redistribution des revenus et des rentes. Au centre de ce dispositif se trouvait d'une part l'administration, qui gérait les choix stratégiques d'une industrie cartélisée, et de l'autre le PLD, appuyé sur ses « viviers électoraux archaïques » (petit commerce, paysannerie, BTP), défendus contre les intérêts des classes moyennes salariées. Ceci éclaire la difficulté à gérer la crise des années quatre-vingt-dix. D'une part, le PLD s'en est tenu à « un traitement fondamentalement politique de la crise », calé sur ses intérêts propres, tout en étant assez habile pour compromettre ses concurrents dans la première phase de recapitalisation des banques (1998-99). D'autre part, l'administration et singulièrement le ministère des Finances portent, aux yeux de l'opinion, la responsabilité de la bulle spéculative des années 1985-91. Leur délégitimation profonde s'est traduite par un transfert du

pouvoir et de la capacité d'initiative vers les acteurs politiques. Le problème est qu'on n'a pas vu émerger parmi eux une offre cohérente, autour de laquelle pourrait se former un consensus suffisamment large. Les acteurs les plus dynamiques semblent en fait se trouver un rang en arrière : les élus locaux et provinciaux, les syndicats, les représentants de l'industrie la plus compétitive. En d'autres termes, c'est d'ici que devraient venir les initiatives qui permettront éventuellement de donner des « réponses japonaises » à la crise, plutôt que d'accepter entièrement la « convergence » avec un modèle de gouvernance international, ou anglo-saxon.

Une question posée par cette analyse, comme par celle de Patrice Geoffron, est celle des « ressources » au sens large (financières, politiques, institutionnelles, etc) que demanderaient l'invention de ces « réponses » et la formation autour d'elles d'un consensus légitimant. C'est par exemple un constat commun de l'économie politique des réformes que leurs bénéfices doivent être en partie redistribués des gagnants vers les perdants, afin d'éviter des conflits d'intérêt déstabilisateurs. Des moyens budgétaires substantiels sont utiles à ce point, de même qu'une forte crédibilité de la représentation politique et des institutions publiques. Ici, les deux auteurs concluent en substance, comme beaucoup de spécialistes du Japon, que ces « ressources », consommées en abondance et sans effet au cours des années quatre-vingt-dix, sont encore disponibles. Contrairement peut-être à certains pays d'Asie en 1997-98, le pays n'aurait donc pas à se soumettre aux injonctions des gestionnaires de fonds et des spécialistes de la *good governance*. L'affirmation ne doit pas être prise à la légère, dès lors que l'on ne s'en tient pas à une vision « essentialiste » des modèles japonais et anglo-saxons qui, soit resteraient identiques à eux-mêmes, soit devraient être entièrement démantelés. La relation n'est pas en effet aussi simple que le suggère ainsi les gazettes : en deux occasions au moins, pendant la période Meiji et après 1945, le Japon a su importer et adapter nombre d'institutions et de pratiques occidentales, sans cesser, que l'on sache, de rester japonais. La question est donc celle des conditions dans lesquelles se réalise cette interaction avec les « modèles » extérieurs.

Les enjeux se concentrent sur la dynamique de la crise et les différentes réponses qu'elle suscite, individuelles et collectives. Le propre d'une situation de fragilité financière est qu'elle peut précipiter dans un temps court l'ajustement des bilans privés et créer ainsi des irréversibilités désastreuses. En Indonésie et en Thaï lande, les institutions publiques, la discipline des paiements, de nombreuses régulations sociales plus ou moins formelles ont été emportées par un mélange violent de panique des agents et d'aléa moral à grande échelle (1997-98). Il ne fait aucun doute que le Japon a une économie bien plus solidement établie. Toutefois, sans porter sur toute l'économie, des vagues de faillites dans certains secteurs de la finance ou de l'industrie pourraient par exemple introduire des déséquilibres structurels, néfastes à la croissance future. Au-delà, le processus de restructuration à moyen terme pourra aussi être dominé par des stratégies de sorties de crise individuelles, sans élément fort de coordination. Selon le secteur productif, les réseaux de sous-traitance, la taille des entreprises, leur relation plus ou moins préservée avec les banques, elles pourront être exposées à un durcissement très inégal de leurs contraintes financières et de leur norme de compétitivité. Ceci aurait un impact profond sur la structure productive, les marchés du travail, la distribution des revenus ou les inégalités régionales.

Dans un tel cadre, le « modèle social japonais » ne serait pas tant menacé, directement, par l'adoption de règles de *gouvernance* importées. La difficulté serait surtout de réinventer, ou de remplacer ces méthodes originales de gestion des aléas sociaux que décrit Jean-Marie Bouissou, et dont la cohérence s'établit sur un plan relativement global ou holiste. Le caractère très microéconomique des nouvelles contraintes, et donc des stratégies spontanées des agents peut poser problème ici. Va-t-on observer un déclin parallèle de la préférence collective pour une forte cohésion sociale ? Ou bien le problème sera-t-il de traduire cette revendication en termes d'action collective, ou d'un nouveau projet holiste ? Faut-il sinon se tourner vers une réforme plus radicale : ces préférences, diffusées jusqu'à présent dans des relations sociales complexes, devront-elles être prises en charge ou régulées de manière beaucoup plus explicite par l'État ? Ceci expliquerait que depuis dix ans l'axe des réformes se soit déplacé vers les institutions publiques, dont la relation avec le secteur privé et les acteurs sociaux devrait être largement reconstruite. La discussion sur la supervision bancaire éclairerait alors une tendance beaucoup plus générale. Comme le soulignent plusieurs contributions réunies ici, la crise financière est

venue avant tout de la relation trop proche entre le régulateur et le régulé, laquelle n'a pas résisté aux réformes libérales des années quatre-vingt. Ensuite, très lentement, on a progressé vers une définition plus forte du bien public défendu par la supervision, face à des intérêts privés durcis par la concurrence. Cette forme de polarisation a demandé des efforts allant bien au-delà du traitement de l'insolvabilité, qui ont porté profondément à l'intérieur des administrations d'Etat. Il est symptomatique qu'en juin 2000 le ministère des Finances a dû être débaptisé et en partie démantelé : rares sont les crises bancaires, dans les économies développées, dont la résolution a demandé de telles réformes de structure.

Un problème serait donc la réponse des politiques publiques aux enjeux du moment. Mais au-delà, pour résumer, il s'agirait aussi de distinguer beaucoup plus fortement la fonction de production des biens publics et privés. La difficulté principale serait de s'adapter à une règle économique qui, en tendance, appelle des comportements très univoques de la part ces deux catégories d'acteurs, alors que traditionnellement, au Japon, leurs relations sont à la fois complexes et peu institutionnalisées. Alors qu'on a vu longtemps dans ce pays une illustration de la pluralité du capitalisme, il semble donc se heurter sur ce point à une contrainte lourde de l'économie globalisée, c'est-à-dire à un vrai problème de convergence de structures. Mais c'est une toute autre question de savoir si, en réponse à des enjeux souvent proches, les politiques publiques et les techniques de gestion privées doivent aussi converger vers des solutions identiques, impliquant les mêmes arbitrages sociaux dans des pays très différents. La construction européenne, qui est un bon exemple de convergence volontaire, offre sur ce point une leçon assez solide. Face à un enjeu donné (par exemple la désinflation des années quatre-vingt ou la libéralisation financière), il y a six, onze ou quinze solutions différentes, entre lesquelles certaines se révèlent généralement plus pertinentes que d'autres. Mais c'est quand on ne répond pas du tout au problème posé que la plus mauvaise solution s'impose, qui n'aura aucune raison de respecter les préférences collectives les plus fortement affirmées.

#### RÉFÉRENCES

Bayoumi T. & C. Collins (2000), *Post-Bubble Blues, How Japan Responded to Asset Price Collapse*, FMI, Washington.

Drees B. & C. Pazarbasioglu (1995), *The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization?*, Fond Monétaire International, Document de Travail WP/95/61.

Genda Y. & M.E. Rebeck (2000), « Japanese Labour in the 1990s': Stability and Stagnation », *Oxford Review of Economic Policy*, 16:2, été, pp. 85-102.

Krugman P. (1998), *Japan's Trap*, miméo, mai.

\_\_\_\_\_ (1999), *Thinking about the Liquidity Trap*, miméo, décembre.

Meltzer A. (1998, « Time for Japan to Print Money », *On The Issue*, American Enterprise Institute, août.

Posen A. (2001), « Japan 2001 – Decisive Action or Financial Panic », *International Economics Policy Briefs* 01-4, Institute of International Economics, janvier.