

JAPON : LES LIMITES D'UNE GESTION MACRO-ÉCONOMIQUE DE LA CRISE FINANCIÈRE

Au début des années quatre-vingt-dix, la croissance a marqué le pas au Japon comme dans tous les pays industrialisés. Mais le Japon est sans doute le pays où la reprise a été la plus longue à venir et où les risques de rechute sont les plus importants. La politique macro-économique très active, d'inspiration keynésienne, menée pendant cinq ans, s'est avérée incapable de relancer durablement la croissance ; la baisse récente du yen ne suffit pas à compenser les effets de son appréciation passée ; la crise bancaire et financière n'a pas été résolue, faute d'une véritable action micro-économique ; enfin la tourmente récente sur les marchés financiers de la région renforce encore les risques d'enchaînement déflationniste et fait du Japon un canal important de diffusion de la crise asiatique aux autres pays industrialisés. Cette situation appelle une réponse énergique des autorités japonaises, qui aille au-delà de la simple gestion macro-économique. La communauté internationale, qui s'est longtemps satisfaite de la force du yen et de l'effort de relance japonais, qui soutenaient la croissance mondiale, devrait être attentive au risque, que fait peser sur le système monétaire international, l'enlisement du Japon.

1

■ Hausse du yen et crise financière

Le Japon est entré en 1991 dans une phase de ralentissement économique d'une durée exceptionnellement longue, qui apparaît maintenant comme la plus profonde de l'après-guerre. Une particularité importante de cette crise réside certainement dans le rôle déterminant joué par les facteurs financiers.

L'économie japonaise a dû, tout d'abord faire face à une appréciation considérable du yen vis-à-vis du dollar (*endaka*) : 40% entre le début 1991 et l'été 1995. Cette appréciation a eu un effet dépressif majeur puisque, selon des simulations réalisées avec le modèle MIMOSA¹, elle se serait traduite par une production nipponne inférieure de 5 points en 1995 à ce qu'elle aurait été en change stable (tableau 1) ; et ce même si on fait l'hypothèse qu'en l'absence de cette appréciation, la politique monétaire aurait été plus restrictive. Certes une faible partie de la hausse du yen —un dixième environ— n'est pas à proprement parler d'origine extérieure, puisqu'elle est liée à la politique

budgétaire expansive menée à l'époque, qui a empêché les taux d'intérêt de baisser davantage. Le choc n'en reste pas moins très important, d'autant que les simulations présentées en sous-estiment vraisemblablement l'impact défavorable. Par nature, elles reposent en effet sur l'hypothèse d'une stabilité des comportements de formation des prix et de sensibilité des échanges en volume à l'évolution de la compétitivité.

Or l'appréciation du taux de change a été suffisamment importante et durable pour modifier certains comportements, en provoquant l'abandon de certains marchés étrangers par les exportateurs nippons (les exportations baissent plus que prévu) et en conduisant certains exportateurs étrangers à pénétrer le marché domestique devenu rentable (les importations augmentent plus que prévu). En outre, elle a incité les firmes japonaises à produire et investir à l'étranger plutôt qu'au Japon, affectant ainsi directement la

1. Modèle multinational commun au CEPII et à l'OFCE, voir notamment Equipe MIMOSA "La nouvelle version de MIMOSA modèle de l'économie mondiale", *document de travail CEPII-OFCE*, 97-01, janvier 1997.

	Japon	Etats-Unis	UE	NPI
PIB en volume	-5,1	0,5	0,5	0,7
Indice des prix à la consommation	-4	1,2	0,8	6,5
Taux de chômage	1,9	-0,2	-0,3	nd
Solde commercial en point de PIB	-0,8	0,1	0,1	-0,1

Solde : modèle Mimosa, CEPII-OFCE.
 Ecart en % entre les niveaux observés en 1995 et les niveaux simulés sous l'hypothèse de change stable depuis 1991.
 Simulation réalisée avec une politique monétaire endogène.

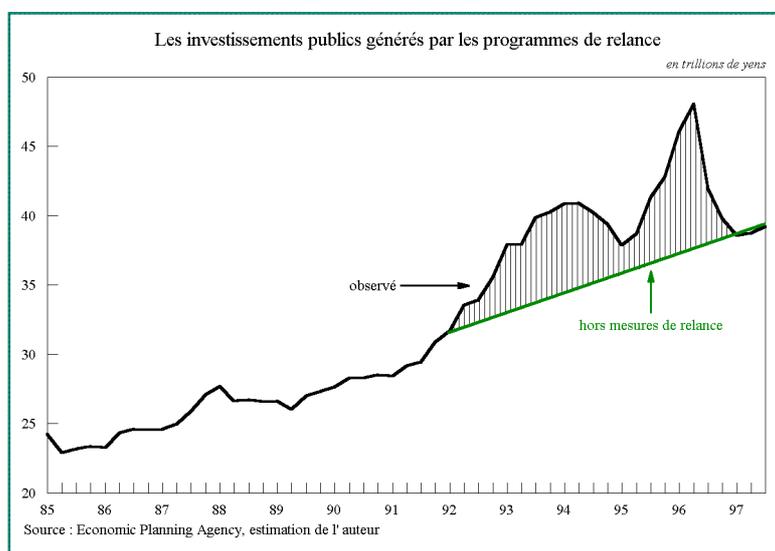
demande intérieure. De fait, depuis 1993, on observe une reprise des investissements japonais à l'étranger après la pause consécutive à l'éclatement de la bulle financière. De tels changements sont difficilement réversibles, même lorsque le taux de change se replie comme c'est le cas depuis juillet 1995.

Le ralentissement de la croissance provoqué par l'*endaka* de la première moitié de la décennie est d'autant plus douloureux qu'il intervient dans un contexte d'ajustement important des comportements des agents non-financiers. Au cours de la seconde moitié des années quatre-vingts, le Japon avait en effet connu une phase d'expansion très rapide, tirée par une forte augmentation de l'endettement, elle-même nourrie par la libéralisation financière et des conditions monétaires particulièrement favorables (très bas niveau des taux d'intérêt et forte hausse du prix des actifs patrimoniaux²). Le resserrement de la politique monétaire en 1989 s'est traduit par un retournement des anticipations qui avaient soutenu jusqu'alors la croissance économique : il a, à la fois, provoqué une chute du prix des actifs patrimoniaux — le prix des terrains a baissé de 20% en moyenne depuis 1991³ et celui des actions de 40% depuis 1989 — et révélé des surcapacités importantes tant en termes d'effectifs que d'investissement⁴. Dans ce contexte, aux effets habituels du resserrement monétaire, s'est ajoutée une volonté des agents non-financiers de réduire un endettement devenu excessif et des effets de richesse, qui ont accentué l'affaiblissement de la demande intérieure⁵.

Dans le même temps, la situation des institutions financières (banques, compagnies d'assurances et maison de titre) s'est fortement dégradée⁶. La chute de la bourse a fragilisé les maisons de titres, mais aussi les banques dont une partie des profits reposait sur la réalisation de plus-values boursières. Les bilans bancaires se sont de plus encombrés de créances douteuses, sur l'immobilier notamment, qui représenteraient aujourd'hui, selon les autorités monétaires nippones, jusqu'à 15% du PIB⁷. Une bonne trentaine d'institutions, de toutes tailles, a dû cesser ses activités depuis le début de la crise et beaucoup d'autres sont insolubles. Il n'est pas exclu que cette fragilisation du système bancaire ne se traduise ponctuellement par des restrictions sur l'offre de crédit⁸.

■ L'échec de la politique macro-économique

En réponse au ralentissement de l'activité, une politique de relance budgétaire massive a été mise en œuvre de 1992 à 1996. Le montant total des dépenses de soutien de l'activité est officiellement de 15 points de PIB. Certes, seule une partie de cette somme correspond à des dépenses réellement nouvelles, et certaines ont été mises en œuvre avec retard. Si on mesure l'effort supplémentaire d'investissement public consenti pendant cette période en se référant à la



2. Le diagnostic d'une "bulle", au sens d'un mouvement non expliqué par l'évolution des fondamentaux, n'est pas rejeté par les analyses empiriques.

3. 70% pour l'immobilier à usage commercial dans les six plus grandes agglomérations.

4. OCDE, Etude économique Japon, 1994.

5. Voir notamment Stéphanie Guichard et Benoît Mojon, "Stratégie d'endettement des agents non-financiers et déflation financière au Japon, au Royaume Uni et en France" mimeo, CEPII, 1997 ; Kenichi Kawasaki and Masahiko Tsutsumi, "Japan's Extended Business Downturn: How did it Happen? Analysis by the EPA World Economic Model Simulation", EPA Economic Research Institute Discussion Paper n°65, 1996 ; Kazuo Ogawa et Shin-ichi Kitasaka, "Asset Market and Business Fluctuations in Japan" EPA Economic Research Institute Discussion Paper n°48, 1993 ; Kazuo Ogawa et alii "An Empirical Re-Evaluation of Wealth Effect in Japanese Household Behavior" Japan and the World Economy, Vol. 8, décembre 1996.

6. Stéphanie Guichard, "La crise bancaire japonaise", Economie internationale, n° 67, 3ème trimestre 1996.

7. Source Nihon Keizai Shimbun, 7 décembre.

8. Voir notamment Michael Gibson, "More Evidence on the Link Between Bank Health and Investment in Japan", Journal of the Japanese and International Economies, vol. 11, 1997.

Tableau 2 - Le soutien apporté par la politique budgétaire

	Japon	Etats-Unis	UE	NPI
PIB en volume	5,5	0,5	0,5	0,8
Indice des prix à la consommation	2,5	0,3	0,8	1,6
Taux de chômage	-2,3	-0,25	-0,1	nd
Déficit budgétaire en point de PIB	-1,7	0,1	0,3	nd
Solde commercial en point de PIB	-1	0,1	0,1	0,2

Solde : modèle Mimosa, CEPII-OFCE.
 Ecart en % entre les niveaux simulés sous l'hypothèse d'une politique budgétaire passive et les niveaux observés en 1996. Simulation réalisée avec des taux de change endogènes et une politique monétaire endogène mais contrainte par un plancher à 0 des taux d'intérêt nominaux à court terme.

tendance moyenne de ces dépenses pendant les dix années précédentes, 4% (graphique), la relance par les travaux publics représenterait 5 points de PIB⁹. En ajoutant les allègements d'impôts dont ont bénéficié les ménages à partir de 1994, soit 1,2 points de PIB chaque année, on estime l'effort de relance de 1992 à 1996 à 8,5 points de PIB, ce qui est inférieur de moitié aux montants annoncés, mais très important malgré tout.

D'après le modèle Mimosa, cet effort aurait soutenu l'activité à hauteur de 5 points de PIB, en creusant le déficit budgétaire d'environ deux points de PIB (tableau 2). La relance budgétaire a donc compensé les effets de l'appréciation du yen et probablement empêché que ne s'installe une véritable spirale déflationniste. Elle a bénéficié également aux partenaires commerciaux du Japon, notamment asiatiques, et a clairement soutenu la croissance mondiale. En outre, ces mesures de relance budgétaire ont été accompagnées par une diminution progressive des taux d'intérêt nominaux à court terme, ramenés à un niveau proche de zéro. Cette politique a vraisemblablement permis, d'une part, de limiter l'appréciation du yen et, d'autre part, de soutenir quelque peu le système bancaire, en redressant la pente de la courbe des taux (l'écart taux court taux long passant de -1,4 mi-91 à 2% en 1996).

Toutefois, malgré l'importance de l'effort, la politique macro-économique n'a pas suffi à permettre un redémarrage rapide de la croissance japonaise, qui n'a été que de 1,4% en 1995.

Parallèlement à la politique de relance, peu de mesures sectorielles destinées à assainir en profondeur le système bancaire et financier ont été mises en place. Les autorités japonaises comptaient sur une reprise économique, qui, pensaient-elles, permettrait aux établissements financiers de se redresser. Ce diagnostic était à la fois faux et dangereux. Faux, parce la crise financière révèle une crise d'adaptation des institutions financières et de leur mode de surveillance aux nouvelles conditions de concurrence¹⁰ ; dès lors le système ne sera vraiment stabilisé que si les

comportements se modifient. Dangereux, d'une part, parce que cet attentisme a contribué à amplifier la crise financière et, d'autre part, parce que la mauvaise santé durable des institutions financières les rend très vulnérables à tout choc et constitue, comme on le voit aujourd'hui, un élément de fragilité important de l'économie japonaise.

Une certaine reprise de l'économie est cependant apparue en 1996, sous l'effet conjugué des mesures de relance et de la remontée du dollar face au yen. Le gouvernement, poursuivant la même logique de gestion du cycle, a considéré que le moment était venu de rechercher un meilleur équilibre budgétaire. Ainsi, au cours de l'année budgétaire 1997 (qui a démarré au 1^{er} avril), il a été prélevé environ 5000 milliards de yens sur les ménages (soit environ un point et demi de Revenu Disponible Brut des ménages) et les programmes d'investissements publics mis en œuvre lors des plans de relance n'ont pas été renouvelés.

Face à un tel changement d'orientation, il n'est pas surprenant que la consommation des ménages japonais marque le pas. L'investissement des entreprises, qui se redressait lentement depuis deux ans, a également enregistré un recul significatif, et la confiance des entreprises se dégrade de nouveau. De plus, la crise financière dans les pays émergents d'Asie aggrave la situation : les exportations japonaises, actuellement seul moteur de la croissance, vont souffrir du ralentissement de la demande des autres pays d'Asie et de l'ajustement de leur taux de change. Ainsi, la croissance japonaise pourrait ne pas dépasser 1% cette année. Par ailleurs, l'engagement des banques japonaises sur les marchés asiatiques fait craindre une nouvelle augmentation de leurs encours de créances douteuses : elles sont très présentes dans certains secteurs fragiles, en particulier l'immobilier à Hongkong¹¹.

■ Une rechute qui appelle une autre politique

Tous ces éléments se conjuguent pour susciter l'inquiétude, faire baisser la bourse de Tokyo et ré-enclencher les cercles vicieux observés au milieu des années quatre-vingt-dix. La chute de la bourse dégrade la situation des établissements financiers ; l'indice nikkei, composé au tiers d'institutions financières, chute davantage ; une perte de confiance s'installe, qui augmente les primes de risque pour les établissements les plus fragiles, pousse les déposants à en retirer leurs fonds et précipite la faillite, nécessaire, de ces établissements. A l'étranger également, la prime de

9. Il s'agit d'un ordre de grandeur comparable à celui retenu par l'OCDE, Etude économique Japon, 1996.

10. Induites par le processus de libéralisation financière, voir Stéphanie Guichard, op. cit.

11. Il ne faut pas exagérer l'importance, pour les banques japonaises, des faillites possibles en Asie du sud-est : une part importante de leur crédit est constitué de prêts soit à des filiales d'entreprises japonaises, soit à de grands groupes qui devraient bénéficier d'une garantie de leur gouvernement.

risque que doivent payer les banques nippones augmente ; elles ont encore plus de difficultés à se financer ; les risques d'une liquidation de titres sur les marchés étrangers, notamment de bons du trésor américains, et donc d'une hausse des taux d'intérêt mondiaux resurgissent. Seul élément favorable dans ce tableau assez noir, les prix de l'immobilier ont tendance à se stabiliser depuis quelques mois.

En outre, l'aggravation de la crise bancaire et financière affecte les comportements de dépenses des agents, en premier lieu, en pesant sur leur confiance, et par des effets de richesse et de rationnement de l'offre de crédit bancaire. Ainsi, la baisse de la bourse est renforcée.

Les moyens d'actions de la politique conjoncturelle sont maintenant moins nombreux qu'il y a deux ans. La politique monétaire n'a plus de marge de manœuvre, au moins en termes de taux d'intérêt. Au mieux, la Banque du Japon doit se contenter de continuer à injecter de la liquidité sur le marché monétaire pour contenir les tensions, induites par la crise de confiance actuelle, sur les taux à court terme. Certes, une dépréciation du yen s'est produite ; mais si elle se poursuivait elle résulterait probablement d'un mouvement de défiance vis-à-vis de l'économie japonaise et provoquerait un retrait des investisseurs étrangers du marché japonais et donc une nouvelle chute de la bourse. Il est probable que seule une action concertée des pays du G7 sur le change pourrait briser ce cercle vicieux, tout en permettant une stimulation de l'économie par l'extérieur.

Pour des raisons de soutenabilité de la dette à long terme, le gouvernement japonais souhaitait jusqu'à maintenant maintenir l'orientation restrictive qu'il avait donnée à la politique budgétaire. Le Japon devra en effet faire face dans les années qui viennent à un vieillissement très rapide de la population ; il se traduira notamment par une forte augmentation des dépenses sociales (retraite, santé). Les deux programmes de soutien de la croissance, proposés en octobre et en novembre 1997, contenaient seulement des mesures destinées à soutenir le marché de l'immobilier, à accélérer la libéralisation de l'économie et, pour celui de novembre, à accorder des prêts publics aux entreprises susceptibles d'être victimes d'un

rationnement du crédit. Toutefois le gouvernement vient d'annoncer un nouveau programme de relance d'inspiration keynésienne, ce plan prévoit maintenant d'accorder aux entreprises et aux ménages une réduction d'impôt (équivalent à 0,4 point de PIB pour les ménages). Cette mesure devrait au mieux stimuler la croissance d'environ un demi point l'an prochain. A court terme, elle satisfait les partenaires commerciaux du Japon, qui vont bénéficier d'une demande supplémentaire, et rassure quelque peu les marchés financiers. Mais l'effet ne sera durable que si, parallèlement, une solution est apportée à la crise bancaire. Seule la consolidation du système financier (qui passe à la fois par le renforcement de la surveillance et l'assainissement des institutions) permettra en effet au Japon de retrouver durablement des rythmes de croissance correspondant à un potentiel, évalué à un peu plus de 2% l'an par les organisations internationales.

Dans ce domaine, en dépit des progrès accomplis depuis 1995, les marges de manœuvre sont très loin d'être épuisées. Jusqu'à présent, l'intervention financière directe de l'Etat japonais a été extrêmement limitée (0,15 points de PIB liés à la liquidation des sociétés de crédit à l'immobilier) au regard de plusieurs expériences étrangères¹². Le gouvernement a d'ailleurs proposé le 16 décembre un nouveau programme de consolidation du système financier destiné avant tout à rassurer les déposants et les investisseurs. Il prévoit en particulier d'injecter 10 trillions de fonds budgétaires (2 points de PIB) dans l'organisme d'assurance des dépôts (le DIC). Ces fonds sont destinés d'une part à lui permettre d'augmenter les fonds propres des banques en leur achetant des titres de dette subordonnée et des actions préférentielles. D'autre part ils devraient renforcer la capacité du DIC à protéger les déposants. Compte tenu des problèmes d'aléa moral associés à ces deux mesures on ne peut que regretter qu'elles ne s'accompagnent pas d'un engagement plus ferme de fermer rapidement les institutions insolvables et de moduler les cotisations des établissements financiers au DIC en fonction de leurs prises de risques (comme c'est désormais le cas aux Etats-Unis).

Stéphanie Guichard

12. Voir Michel Aglietta, "La crise bancaire en France et dans le monde", *La Lettre du CEPPII* n°155, 1997.

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 01 53 68 55 14
Fax : 33 01 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Directeur du CEPPII
RÉDACTEUR EN CHEF :
Claire Lefebvre
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser
RÉALISATION : Annick Hutteau
GRAPHIQUES : Didier Boivin
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F TTC
Europe 305 F TTC
Autres pays 305 F HT
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.
Le CEPPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 1997
Décembre 1997
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*