

LEÇONS DE L'EXPERIENCE JAPONAISE

Vers une autre politique économique ?

collection du

C E P R E M A P

CENTRE POUR LA RECHERCHE ÉCONOMIQUE ET SES APPLICATIONS

LEÇONS DE L'EXPERIENCE JAPONAISE Vers une autre politique économique ?

SEBASTIEN LECHEVALIER
ET BRIEUC MONFORT

ÉDITIONS RUED'ULM

© Éditions Rue d'Ulm/Presses de l'École normale supérieure, 2015
45, rue d'Ulm – 75230 Paris cedex 05
www.pressens.fr
ISBN 978-2-7288-0550-1
ISSN 1951-7637

Le Cepremap est, depuis le 1^{er} janvier 2005, le CEntre Pour la Recherche EconoMique et ses APplications. Il est placé sous la tutelle du ministère de la Recherche. La mission prévue dans ses statuts est d'assurer *une interface entre le monde académique et les décideurs publics et privés.*

Ses priorités sont définies en collaboration avec ses partenaires institutionnels : la Banque de France, le CNRS, le Centre d'analyse stratégique, la direction générale du Trésor et de la Politique économique, l'École normale supérieure, l'INSEE, l'Agence française du développement, le Conseil d'analyse économique, le ministère chargé du Travail (DARES), le ministère chargé de l'Équipement (DRAST), le ministère chargé de la Santé (DREES) et la direction de la recherche du ministère de la Recherche.

Les activités du Cepremap sont réparties en *cinq programmes scientifiques* coordonnés par sa direction : Politique macroéconomique en économie ouverte ; Travail et emploi ; Économie publique et redistribution ; Marchés, firmes et politique de la concurrence ; Commerce international et développement.

Chaque programme est animé par un comité de pilotage constitué de trois chercheurs reconnus. Participent à ces programmes une centaine de chercheurs, cooptés par les animateurs des programmes de recherche, notamment au sein de l'École d'économie de Paris.

La coordination de l'ensemble des programmes est assurée par *Claudia Senik*. Les priorités des programmes sont définies pour deux ans.

L'affichage sur Internet des documents de travail réalisés par les chercheurs dans le cadre de leur collaboration au sein du Cepremap tout comme cette série d'opuscules visent à rendre accessible à tous une question de politique économique.

Daniel COHEN
Directeur du Cepremap

Introduction	13
1. Une décennie de crises financières et la fin du miracle japonais	28
<i>Comment le Japon est entré dans une décennie de crises financières</i>	32
<i>Assainir le système financier graduellement ou rapidement ?</i>	39
<i>Le coût d'une crise financière sur la croissance.</i>	51
<i>Ne pas gaspiller l'opportunité d'une crise financière</i>	60
2. Les hésitations des politiques contracycliques	65
<i>Chocs économiques et cadre des politiques contracycliques</i>	66
<i>Relancer ou consolider les finances publiques ?</i>	73
<i>Accepter la déflation ou expérimenter des mesures non conventionnelles ?</i>	81
<i>Ne pas minimiser le rôle des politiques conjoncturelles</i>	96
3. À la recherche de la croissance perdue	102
<i>La baisse de la productivité</i>	106
<i>Les vagues de réformes structurelles.</i>	117
<i>Recoordonner</i>	122
<i>Resegmentation du marché du travail et montée des inégalités</i> ...	129
4. Les <i>Abenomics</i>, une innovation de politique économique ?	138
<i>Projet politique, projet économique</i>	139
<i>Les trois flèches en pratique</i>	148

<i>Succès et échecs des Abenomics</i>	159
<i>Importer les Abenomics</i>	169
Conclusion	177
Annexe 1. Chronologie politique et économique (1985-2015)	184
Annexe 2. Pourquoi la croissance du Japon a-t-elle ralenti ? Comment la relancer ?	188
<i>Les facteurs du ralentissement : essai de quantification</i>	188
<i>Les moteurs de la croissance : estimations usuelles</i>	191
Annexe 3. <i>Lost in translation</i>, les acteurs de la politique économique au Japon	194
Annexe 4. Principales données économiques sur le Japon	198
Lexique et acronymes	203
Bibliographie	208
Liste des figures et des tableaux	221

EN BREF

Depuis la crise de 2008-2009, la lenteur du retour aux niveaux de PIB et aux taux de croissance observés par le passé dans la plupart des pays européens a fait naître la crainte que l'Europe suive, peu ou prou, la trajectoire économique du Japon durant les années 1990-2000. Cette inquiétude s'exprime de plus en plus régulièrement, formulée le plus souvent comme le risque d'une décennie perdue « à la japonaise », autrement dit d'une crise financière non pas suivie d'un rebond cyclique, mais débouchant directement sur une période de stagnation économique. Le cas japonais est alors invoqué comme un contre-modèle, l'exemple de ce qu'il ne faudrait pas faire en matière de politique économique.

Cette crainte – une décennie perdue européenne – nourrit la critique des politiques économiques conduites en Europe, et encourage une tentative de définition d'une « autre politique ». Il est intéressant, de ce point de vue, d'essayer de tirer des leçons non seulement des politiques mises en œuvre au Japon au cours des années 1990 et 2000, mais également des Abenomics, ces nouvelles politiques, engagées depuis fin décembre 2012 et la nomination de Shinzo Abe au poste de Premier ministre du Japon, qui contrastent assez fortement avec les politiques appliquées en Europe au même moment.

L'objectif de cet opuscle est de revenir sur l'expérience japonaise des vingt-cinq dernières années afin d'en préciser la nature et de discuter la pertinence d'une transposition dans un contexte autre que japonais, spécifiquement le contexte européen. Ce faisant, nous nous opposons à certaines idées reçues sur la trajectoire japonaise pendant cette période : le Japon n'a pas « perdu » vingt-cinq ans et la diversité observée du parcours dément clairement une telle interprétation ; le ralentissement japonais n'est pas le résultat d'une paralysie politique.

qui aurait pour conséquence l'absence de réformes structurelles ou de politiques contracycliques. Le mythe de la stagnation heureuse est aussi mis à mal par les conséquences négatives de la faible croissance moyenne, telles que la baisse des recettes fiscales et la hausse de l'endettement public ou bien encore les dysfonctionnements du marché du travail. Tout comme est contredit, par la difficulté d'en sortir et la stagnation qui lui est associée, l'autre mythe de la bonne déflation.

L'évolution du Japon depuis le début des années 1990 a été étudiée de très près aux États-Unis par les macroéconomistes et les responsables de politique économique, mais beaucoup moins en Europe. La trajectoire japonaise a accompagné et a suscité des développements théoriques et pratiques sur la conduite des politiques économiques, participant ainsi à l'avancement de la macroéconomie depuis vingt-cinq ans.

Elle a aussi donné naissance à un certain nombre d'interprétations, parfois contradictoires. Les débats portent moins sur le déclenchement de la crise – aujourd'hui assez bien compris – que sur sa durée et l'absence d'un retour ferme à la croissance. Notre thèse est qu'il faut cesser d'opposer les explications structurelles à celles mettant l'accent sur le rôle des politiques économiques, tant une analyse approfondie révèle qu'elles sont liées et, surtout, que la longue crise japonaise est multidimensionnelle, marquée par une crise financière et ses conséquences sur l'économie réelle, par des politiques économiques en partie inadaptées et par la recherche difficile d'une croissance perdue.

L'expérience japonaise en matière de macroéconomie et de politique économique, loin d'être exotique, peut être étudiée en tant que telle et contribuer au débat actuel sur la politique économique menée en Europe. En même temps, les Abenomics sont éminemment situés et difficilement compréhensibles sans qu'il soit fait référence à l'histoire économique du Japon

depuis l'éclatement de la bulle financière au début des années 1990. Il serait donc, selon nous, très exagéré d'y voir une expérience de politique économique non conventionnelle dont pourraient s'inspirer les économistes européens à la recherche d'une « autre politique ». Mais les Abenomics incarnent, aussi, une forme de volontarisme politique et une tentative pertinente de mettre en œuvre de façon cohérente différents instruments de politique économique.

Sébastien Lechevalier est maître de conférences à l'École des hautes études en sciences sociales (EHESS), président de la Fondation France-Japon de l'EHESS et directeur du GIS/Réseau Asie. Il est notamment l'auteur de *La Grande Transformation du capitalisme japonais*.

Briec Monfort est chercheur associé au Centre d'études avancées franco-japonais de Paris (CEAFJP). Il a travaillé au Japon comme conseiller financier pour la direction du Trésor, et il a également été économiste au Fonds monétaire international et à l'Insee.

Les auteurs remercient Benjamin Carton, Daniel Cohen, Xavier Ragot, Gilles Saint-Paul et Claudia Senik pour leurs suggestions d'amélioration d'une version antérieure de ce texte et pour leurs nombreuses remarques constructives. Ils tiennent également à exprimer à leur reconnaissance à François Lapeyronie pour son travail remarquable d'édition.

Introduction

Les contes de fées sont de retour dans l'imaginaire économique. Boucle d'or (*Goldilocks*) est souvent invoquée à l'appui d'une politique monétaire au juste degré, ni trop chaude, ni trop froide¹. Un ouvrage récent fait, lui, appel au grand méchant loup pour expliquer les craintes que les Français éprouveraient face au libéralisme financier². Et dans ce monde imaginaire, le Japon tient inmanquablement la place de l'ogre : si telle ou telle politique est menée à l'instar du Japon, deux « décennies perdues » de croissance nulle suivront inmanquablement ! Et si Joseph Stiglitz déclarait, dans un article publié en 2013, que le Japon est « un modèle, pas une fable morale », il n'hésite pas lui-même à faire très régulièrement appel à la peur de l'ogre japonais : ainsi menaçait-il l'Europe, en 2014, d'une « dépression pire que la décennie perdue du Japon » si elle poursuivait une politique d'austérité, et félicitait-il l'Allemagne, en 2015, pour sa politique migratoire et l'accueil des réfugiés, ce qui allait lui « éviter de devenir un deuxième Japon »³.

Dans quelle mesure cette perception courante du Japon comme un contre-modèle tient-elle de la fable plutôt que de données factuelles ?

La trajectoire du Japon depuis vingt-cinq ans est certes très différente de celle qui lui était promise à la veille de l'éclatement de la bulle immobilière et financière en 1990-1991. La belle histoire de l'après-guerre, avec notamment le rattrapage économique rapide pendant la période dite de « haute croissance », était supposée perdurer. Le Japon était alors présenté comme un modèle pour son organisation sociale, mais aussi pour sa

-
1. D. Shulman, « The Goldilocks economy : keeping the bears at bay », 1992.
 2. A. Landier et D. Thesmar, *Le Grand Méchant Marché : décryptage d'un phantasme français*, 2008.
 3. J. Stiglitz, blog du *New York Times*, 9 juin 2013 ; entretiens, *The Telegraph*, 20 août 2014 et *Die Welt*, 17 septembre 2015.

pratique des politiques économiques⁴. Il était destiné à devenir la première puissance économique mondiale, peut-être même d'ici à l'année 2000. Et pourtant, en termes de PIB nominal exprimé en dollars, le Japon n'a pas rattrapé les États-Unis, et la Chine l'a même dépassé en 2009. L'écart en termes de PIB par habitant avec les États-Unis est resté quasiment inchangé, inférieur de 20 %, le Japon faisant finalement aussi bien – ou aussi mal – que l'Europe. La perception du Japon s'est ainsi transformée, d'un pays à qui tout réussissait durant les années 1980 à une économie incapable d'évoluer au cours des années 1990 et 2000.

La paralysie supposée en matière de politique économique a parfois été présentée comme une des causes principales de l'évolution japonaise. Du coup, la nouvelle politique économique, menée depuis l'arrivée au pouvoir du Premier ministre Shinzo Abe, le 26 décembre 2012, et surnommée *Abenomics*, a inversé, dans un premier temps, cette perception d'un Japon condamné à la stagnation. Elle a suscité l'intérêt et de fortes attentes, au Japon et au-delà, en Europe notamment. La nouvelle politique monétaire a ainsi été accueillie par un journaliste financier comme le premier événement économique au Japon depuis vingt-cinq ans. Trois ans plus tard, sur la base d'un mauvais chiffre de la croissance du PIB ou de l'inflation, la presse financière n'est pas moins prompte à prononcer la faillite des *Abenomics* ou à affirmer qu'ils étaient de toute façon voués à l'échec. Déjà, par le passé, la reprise économique du milieu des années 1990, la bulle internet à la fin des années 1990 ou encore la croissance mondiale au milieu des années 2000, ont, elles aussi, entretenu l'espoir que le Japon renouerait avec des niveaux de croissance plus élevés.

L'originalité de la reprise actuelle, par rapport aux épisodes précédents, est qu'elle n'est pas liée uniquement aux marchés ou à la demande mondiale,

4. E. Vogel, *Japan as Number One : Lessons for America*, 1979 ; S. Fischer, « Monetary policy and performance in the US, Japan and Europe, 1973-1986 », 1987 ; T. Ito, *The Japanese Economy*, 1992.

mais qu'elle reflète, avec les *Abenomics*, l'affirmation d'un certain volontarisme économique et l'intention de mettre en œuvre de manière coordonnée l'ensemble des instruments de politique économique. Ces choix traduisent également l'analyse des succès et des échecs des politiques antérieures depuis l'éclatement de la bulle. Les *Abenomics* sont éminemment situés et difficilement compréhensibles sans faire référence à la trajectoire japonaise depuis le début des années 1990. Leur analyse nécessite de ne pas se concentrer sur des résultats conjoncturels, mais de prendre un recul historique et d'examiner l'économie japonaise depuis vingt-cinq ans ainsi que les débats de politiques économiques et la mise en œuvre effective de ces dernières.

Cet opuscule a deux ambitions principales : expliquer d'abord comment une crise économique traditionnelle – essentiellement financière – a été suivie par un long ralentissement de plusieurs années ; éclairer ensuite les choix de politique économique et les contraintes auxquelles sont confrontés les décideurs face à un ralentissement économique, le Japon se révélant ici un cas d'école. Ces deux thèmes sont profondément imbriqués, les décisions de politique économique étant elles-mêmes une composante de l'histoire du ralentissement du Japon. Dans la recherche de la compréhension des décisions prises par les Premiers ministres, les ministres des Finances ou les banquiers centraux japonais, nous voudrions être accompagnés de l'ogre de Marc Bloch, finalement plus sympathique que celui de nos contes moraux, un peu comme les *oni* populaires japonais : « Le bon historien ressemble à l'ogre de la légende. Là où il flaire la chair humaine, il sait que là est son gibier⁵. »

Nous nous méfierons des études rétrospectives et, tout en précisant notre propre analyse, nous essaierons de décrire comment les acteurs ont perçu les différentes options possibles en fonction des informations dont ils disposaient alors. Cet exercice – certes à notre avantage par rapport aux décideurs japonais dès lors que nous bénéficions de la perspective historique – nous semble essentiel pour ne pas répéter les mêmes erreurs.

5. M. Bloch, *Apologie pour l'histoire ou métier d'historien*, 1949.

L'approche suivie dans cet opuscule est volontairement éclectique. Elle s'inspire des analyses économiques standards, mais aussi des changements théoriques qui sont intervenus dans le cadre de l'analyse de la trajectoire japonaise et de la crise de 2008. Compte tenu de l'accent mis sur les décisions de politique économique et sur les comportements des acteurs, elle emprunte à l'économie politique, mais aussi aux sciences politiques et aux théories régulationnistes.

Notre première ambition trouve sa source dans le fait que le ralentissement économique japonais a le plus souvent donné lieu à des lectures unidimensionnelles. Ainsi, le vieillissement et la contraction démographique expliqueraient à la fois la dégradation des finances publiques sous le poids des dépenses sociales, la déflation ainsi qu'un biais politique en faveur d'un *statu quo* qui convient aux plus âgés. Ou encore, la paralysie des décideurs politiques et économiques ferait comprendre les tergiversations face à la crise bancaire, le conservatisme des politiques contracycliques et l'allergie aux réformes structurelles. D'autres explications unidimensionnelles suggèrent que l'accent aurait dû être mis quasi exclusivement sur un volet de la politique contracyclique, monétaire ou budgétaire, qui aurait suffi à éviter le ralentissement japonais. Ces lectures décrivent un Japon immobile, sinon sur le déclin, alors que ce pays a connu, selon nous, au cours de la période d'étude, une « grande transformation⁶ ».

Ces explications limitées impliquent toutes une recommandation politique simple, que nous caricaturons à peine : pour compenser le déclin démographique des cinquante prochaines années, il suffirait d'accueillir trente millions d'immigrés (la population de Beijing-Tianjin, de la Malaisie ou du Benelux) ; ou, plus simplement, il suffirait d'importer une seule personne, un chef d'État capable de réformer la classe politique japonaise (la méthode MacArthur, du nom du commandant en chef des forces américaines d'occupation au Japon de 1945 à 1951). Quelques autres idées

6. S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

reçues sur l'économie du Japon sont exposées dans l'Encadré 1 et nous tentons d'en montrer les limites.

Encadré 1 – Idées reçues sur l'économie japonaise

Dans un débat avec Paul Krugman portant sur le risque de connaître une décennie perdue « à la japonaise » aux États-Unis, Lawrence Summers jugeait en 2012 qu'une telle situation était impossible, la crise japonaise étant un événement presque exotique, spécifiquement japonais : « Le Japon est la société avec le vieillissement le plus accéléré du monde, avec une insularité légendaire, une immigration nulle, et une absence totale de capacité d'innovation entrepreneuriale⁷. »

La force des idées reçues n'est pas liée à l'éloignement ou la proximité géographique – comme la Russie de Sarah Palin, le Japon des Américains est juste de l'autre côté du Pacifique – car on retrouve ces mêmes idées en Europe comme aux États-Unis. Certaines tiennent du préjugé – souvent véhiculé par les Japonais eux-mêmes – et d'autres sont simplement des opinions, partiellement vraies à une époque donnée, mais aujourd'hui fortement datées. Cet encadré rassemble quelques-unes de ces idées reçues sur l'économie japonaise et vise à les confronter à la réalité des faits.

Le Japon a connu une croissance nulle depuis vingt-cinq ans

En termes de PIB nominal, à cause de la déflation et du vieillissement démographique, le Japon a en effet une croissance faible : entre 1990 et 2014, la croissance nominale n'a été que de 0,4 % par an au Japon, contre 3,0 % en France et 4,6 % aux États-Unis. Ce résultat brut mérite cependant d'être nuancé. En termes réels, la croissance

7. P. Krugman, D. Rosenberg, L. Summers et I. Bremmer, *North America's Lost Decade ? : The Munk Debate on the Economy*, 2012.

moyenne a été de 0,9 % au Japon contre 1,5 % en France et 2,5 % aux États-Unis. En termes réels par habitant enfin, la croissance a été de 0,8 % au Japon contre 1,0 % en France et 1,5 % aux États-Unis (voir *infra* p. *-* et Figure 1).

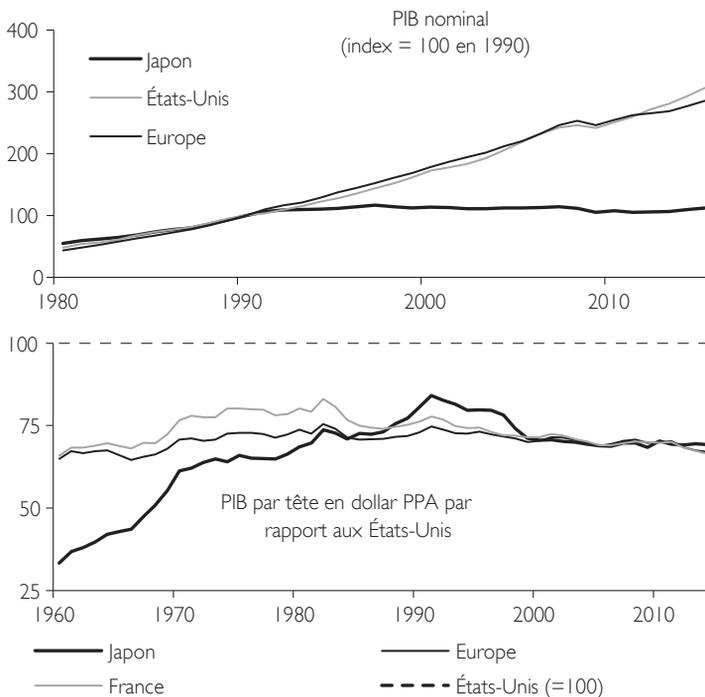


Figure 1 – PIB nominal et PIB par habitant (1960-2015).

Commentaires : le PIB nominal au Japon n'a augmenté que de 10 % en 25 ans, en raison à la fois du ralentissement de la croissance et de la déflation ; en revanche, le PIB par tête (en parité de pouvoir d'achat) est resté globalement comparable à celui de l'Europe et est inférieur d'environ 30 % à celui des États-Unis.

Sources : OCDE ; FMI.

La croissance est nulle à cause de la paralysie économique et sociale

Au cours de la période étudiée, la banque centrale japonaise est devenue indépendante (1997) ; une règle budgétaire a été adoptée (1997), puis abandonnée l'année suivante ; une politique d'expansion quantitative a été mise en place pour la première fois dans le monde (1999), avec certes avec beaucoup d'hésitations ; le marché du travail a été libéralisé (1999 et 2003) ; un mécanisme d'ajustement automatique des retraites a été introduit (2004), etc. Contre la vision d'un Japon immobile, nous montrons que le Japon a connu, depuis vingt-cinq ans, une « grande transformation⁸ ». Les effets, positifs ou négatifs, de ces réformes sont décrits *infra*, p. *-*

La paralysie économique est due à l'instabilité ministérielle

Nous pourrions parfois être tentés de souscrire à cette opinion, comme à la mi-2012, quand l'opposition refuse de voter le projet de hausse de la taxe sur la consommation, à laquelle elle était pourtant favorable, parce qu'avant de changer d'avis un an après avoir gagné les élections en 2009 le parti adverse y était alors opposé... Pour autant, l'importante réforme électorale (1994), la réforme administrative (1997) qui renforce le rôle du Premier ministre et la loi sur la réforme de la Sécurité sociale (2012), qui prépare la hausse de la taxe sur la consommation, ont été votées sous des gouvernements qui sont restés au pouvoir respectivement huit, trente, et quinze mois. La décision d'abandonner une stratégie bancaire inefficace a été impulsée en 1998 par l'opposition qui refusait le *statu quo*, avant d'être approfondie par le Premier ministre Junichiro Koizumi à partir de 2002. La grande continuité des orientations politiques pendant

8. S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

la période est frappante et peut parfois donner l'impression que les réformes sont introduites trop lentement (voir, *infra*, les pages *-* sur la crise bancaire et ** sur les réformes structurelles).

La faible croissance provient du fort dualisme de l'économie japonaise et, en particulier, du manque d'efficacité des services

L'économie japonaise est encore caractérisée par des différences de productivité marquées entre les grandes entreprises exportatrices du secteur manufacturier, d'une part, et les petites entreprises ainsi que les industries de service, d'autre part. Cette image d'Épinal, qui correspondait assez bien au Japon des années 1950, ne rend cependant pas compte de la situation observée depuis le début des années 1990. Le dualisme entre secteurs s'est fortement réduit, prolongeant un mouvement amorcé dans les années 1960 et 1970, mais la différenciation entre entreprises de taille similaire appartenant à un même secteur s'est fortement accrue. Cette évolution a aussi contribué à la montée des inégalités salariales (voir *infra*, p. ** et **).

Le Japon est une société égalitaire

L'écart salarial entre le dirigeant et le salarié est certes, en moyenne, plus faible au Japon que dans les autres économies avancées, le PDG le mieux payé au Japon en 2014 étant d'ailleurs un Français, en la personne de Carlos Ghosn. Pour autant, les inégalités et la pauvreté ont sensiblement augmenté au Japon depuis les années 1980 et le coefficient de Gini après transferts (en prenant en compte non la distribution des revenus bruts, mais celle des revenus après les transferts sociaux) est désormais proche de celui du Royaume-Uni. Toshiaki Tachibanaki suggère que le mythe de la société égalitaire au Japon a été popularisé par une étude de l'OCDE

en 1976 – désormais fortement datée – et par la confusion entre inégalités avant et après transferts⁹ (voir *infra*, p. *-*)).

La croissance n'a pas d'importance, le Japon reste un pays riche

Le mythe de la stagnation heureuse s'appuie sur un chômage faible, sur l'autre mythe de la société égalitaire, sur le poids des créances japonaises nettes sur le reste du monde (les plus élevées du monde) et, souvent, sur les lumières du quartier commerçant de Ginza ou sur les listes d'attente dans les restaurants japonais aux trois étoiles Michelin (dont le nombre total est supérieur d'un quart à celui de la France, mais encore inférieur d'un tiers quand on le rapporte au nombre d'habitants). Le poids de la dette publique, le coût de la déflation et la montée de la pauvreté et des inégalités conduisent cependant à tempérer cette opinion sur la stagnation heureuse (voir *infra*, p. **, p. ** et p. **).

Le chômage est faible parce que les femmes ne travaillent pas

L'implication de politique économique d'une telle idée serait qu'il faudrait renvoyer les femmes au foyer pour faire baisser le chômage, une proposition qui a pu resurgir aux États-Unis au cours des années 1930 et parfois en Europe pendant les années 1970 (voire aujourd'hui à travers certains mécanismes d'aide conditionnelle). Selon l'OCDE, le taux de participation des femmes (25 à 64 ans) sur le marché du travail au Japon n'est pas radicalement différent de celui des autres pays de l'OCDE et loin d'être le plus faible : il était ainsi de 70 % au Japon en 2014, contre 68 % en France, 70 % aux États-Unis, 75 % au Royaume-Uni, mais 60 % en Italie et 65 % en Grèce. Par ailleurs, la durée et le montant des allocations de

9. T.Tachibanaki, *Confronting Income Inequality in Japan*, 2005.

l'assurance chômage sont plus faibles qu'en Europe, ce qui contribue à un niveau de chômage plus faible. Des spécificités subsistent cependant, comme la courbe en forme de « M » de la participation des femmes japonaises sur le marché du travail en fonction de leur âge, qui traduit des problèmes fondamentaux de conciliation entre vie professionnelle et vie familiale. Un enjeu important des *Abenomics* est ainsi de faire converger le taux de participation des femmes non pas vers la moyenne, mais vers le niveau des pays où il est le plus élevé. (voir *infra*, p. ** et **).

La dette publique élevée vient de la construction de « ponts pour nulle part »

Il est vrai que les dépenses d'infrastructure publique étaient plus fortes que la moyenne de celle des pays de l'OCDE jusqu'au début des années 2000, mais ce n'est plus le cas depuis une douzaine d'années. L'augmentation de la dette publique japonaise provient largement de la faiblesse de la croissance, mais aussi du coût budgétaire des mesures de soutien au système financier, des baisses d'impôts permanentes et de l'investissement public (le détail chiffré de la dynamique de la dette est examiné *infra*, p. **).

Le Japon est capable d'imiter, mais pas d'inventer, et le rattrapage technologique est achevé

Le rattrapage technologique et la convergence avec les États-Unis ont en effet contribué à la forte croissance japonaise durant l'après-guerre. Pour autant, l'idée d'un Japon incapable d'inventer tient largement du préjugé et avait d'ailleurs disparu à la fin des années 1980 (même si elle est réapparue depuis). On mentionnera les douze scientifiques japonais récompensés par des prix Nobel en physique, en chimie et en médecine depuis dix ans, dont deux en 2015. Avec une population cumulée un peu supérieure (de 10 à 20 %), la France et l'Allemagne ont vu dix de leurs scientifiques

honorés par des prix Nobel dans ces disciplines sur la même période, répartis également entre les deux pays. Plus généralement, le Japon exerce un quasi-monopole sur certaines technologies à haute valeur ajoutée (voir *infra*, p. **).

La déflation est positive dans le contexte japonais car les prix sont trop élevés

La « bonne déflation » viendrait des effets de la globalisation, notamment des importations chinoises, des gains de productivité ou de la déréglementation, et bénéficierait aux consommateurs. Cette vision partielle – et partiellement fausse – oublie que la déflation renforce les transferts des actifs vers les retraités, des emprunteurs vers les créditeurs, et qu'elle réduit aussi les recettes budgétaires et les perspectives de rendement de l'investissement. Elle a ainsi contribué à la stagnation économique (voir *infra*, p. **).

Si le système japonais est ainsi accusé de beaucoup de travers, certains s'en félicitent. Une journaliste du *Financial Times*, Gillian Tett, rapporte l'opinion d'un banquier étranger, présent au Japon durant les années 1990 : « En un sens, le Japon est le pays parfait pour échouer, parce que les gens sont toujours prêts à faire porter la responsabilité au pays et à sa culture plutôt qu'à vous¹⁰. »

Nous proposons ici une analyse du ralentissement japonais qui met l'accent sur *l'enchaînement* de trois facteurs principaux, à l'inverse des approches simplificatrices : une crise financière qui est reconnue et résolue tardivement ; une succession de chocs, exogènes ou endogènes, auxquels les politiques contracycliques répondent de manière imparfaite ; et, enfin,

10. G. Tett, *Saving the Sun : A Wall Street Gamble to Rescue Japan from its Trillion-Dollar Meltdown*, 2003.

un ralentissement de la croissance, lié côté offre à la fin du rattrapage économique, côté demande à l'impact cumulatif des deux premiers facteurs et, au niveau microéconomique, à des problèmes de coordination entre des acteurs présentant une hétérogénéité croissante. Les trois premiers chapitres de cet opuscule détaillent successivement ces trois facteurs. Le quatrième et dernier chapitre est consacré aux *Abenomics* et à la manière dont sont mises en œuvre conjointement, depuis 2012, politiques contracycliques et réformes structurelles.

La division thématique des trois premiers chapitres offre une lecture chronologique prenant en compte un chevauchement des causes du ralentissement. La crise financière japonaise (premier chapitre) couvre principalement la première décennie de 1990-1991 à 2002-2004. La politique budgétaire joue un rôle important au cours de cette première décennie, mais moins déterminant pendant la deuxième, durant laquelle le problème principal est constitué par une déflation modérée mais persistante, de 1998 à 2012 – avec une sortie éphémère en 2006-2008 – et par la perception d'une paralysie de la politique monétaire (deuxième chapitre). Enfin, le troisième chapitre porte sur les facteurs structurels et couvre plus largement les causes du ralentissement observé des années 1980 à nos jours. Le quatrième et dernier chapitre se concentre sur la politique économique menée de 2012 à 2015, à la moitié du mandat du Premier ministre Shinzo Abe¹¹.

La deuxième ambition de cet opuscule est de présenter les dilemmes de politique économique auxquels ont été confrontées les autorités japonaises. Expliquer de façon omnisciente le ralentissement japonais en

11. Le Premier ministre est aussi président du Parti libéral démocrate (PLD), pour un mandat de trois ans renouvelable une seule fois. Shinzo Abe a été élu président du PLD en 2012 et réélu en 2015. Il a remporté les élections législatives en 2012 et les élections anticipées en 2014. S'il n'est pas mis en minorité au sein de son parti, il peut donc théoriquement gouverner jusqu'en 2018.

en faisant une lecture rétrospective et en inversant certaines décisions économiques pourrait, certes, permettre, dans un univers parallèle, d'écrire une histoire économique plus heureuse pour le Japon – peut-être celle qui lui était promise au cours des années 1980. Le lecteur comprend bien, cependant, la futilité d'une telle approche. Face à chaque problème, les décideurs japonais ont dû effectuer des choix difficiles, pour lesquels parfois ni la théorie économique ni la pratique antérieure n'offraient de réponses claires : face à la crise bancaire, préférer l'amélioration des bilans des banques par la croissance économique ou, au contraire, forcer un assainissement bancaire brutal ayant un impact négatif sur la croissance ; face à la déflation, mener jusqu'à son terme une politique accommodante conventionnelle ou entrer prudemment dans le nouveau monde encore inconnu de l'expansion quantitative ; face à la dégradation des finances publiques, mettre en œuvre un ultime *stimulus* pour améliorer la croissance et les recettes budgétaires ou bien consolider le budget au prix d'un ralentissement économique ; enfin, prendre le risque ou non d'aggraver un ralentissement conjoncturel en mettant en œuvre des réformes de structure censées augmenter la croissance à moyen terme. À partir du début des années 1990 et à plusieurs reprises, le Japon s'est trouvé confronté, le premier, à certains problèmes et a dû, le premier, inaugurer des solutions, à la déflation, au vieillissement accéléré ou à la mise en œuvre d'une politique d'expansion quantitative¹².

Sur ce point, nous partageons pleinement le commentaire de Paul Krugman :

Les difficultés économiques du Japon sont interprétées comme étant principalement de nature politique : si seulement les hommes politiques acceptaient la situation telle qu'elle est, ils auraient sorti leur pays de l'ornière.

12. P.Lipsky et H.Takinami, « The politics of financial crisis response in Japan and the United States », 2013, p. 321-353.

Mais en fait, ce que le Japon doit faire n'est absolument pas clair – ce qui veut dire que le problème est moins politique que conceptuel¹³.

Nous bénéficions, pour notre analyse, de deux avantages principaux par rapport aux études antérieures : un recul plus grand, avec, en moyenne, la disposition d'une dizaine ou d'une quinzaine d'années de données supplémentaires ; des expériences inédites, que ce soit avec la crise financière qu'ont traversée plusieurs économies avancées après 2008 ou avec la politique nouvelle que constituent les *Abenomics* pour le Japon.

Les choix de politiques économiques – et donc le rôle du gouvernement et de la banque centrale – représentent l'une des clés de notre explication du ralentissement japonais. L'ampleur des difficultés du Japon a été régulièrement sous-estimée, et les réponses de politique économique, sous-calibrées. Nous essayons ici de *tirer des leçons* de l'expérience japonaise, mais sans *donner de leçons*. Il s'agit là souvent d'une erreur collective, commune aux décideurs japonais, au secteur privé, aux économistes et aux organisations internationales. Dans certains cas cependant – le retard dans la résolution de la crise bancaire ou le choix de la politique monétaire –, les décisions (ou l'absence de décision) des autorités japonaises semblent relever davantage de l'économie politique, sans pour autant que ces blocages soient spécifiquement liés à des facteurs culturels propres au Japon. Au fil de chacun des trois premiers chapitres, nous nous efforçons de présenter d'abord les faits stylisés, puis les choix de politique économique, et enfin la manière dont chacun de ces facteurs a pu, selon nous, contribuer au ralentissement économique. Nous concluons chaque chapitre en dégagant des implications en termes de politique économique, à la fois pour le Japon mais aussi pour l'Europe d'aujourd'hui.

Quel usage faire de l'expérience japonaise ? Certains des choix auxquels le Japon a dû faire face dans le passé sont identiques à ceux rencontrés

13. P. Krugman, « It's baaack : Japan's slump and the return of the liquidity trap », 1998.

par les États-Unis et par l'Europe depuis le choc Lehman. La trajectoire du Japon a été suivie de très près aux États-Unis, par les macroéconomistes et les responsables de politique économique, beaucoup moins en Europe. Elle a à la fois accompagné et suscité des développements théoriques et pratiques sur la conduite des politiques économiques. Cet opuscule tente également d'éclairer l'influence de l'expérience japonaise sur le développement de la macroéconomie moderne. La crise de 2007-2008 a suscité un certain nombre de réflexions dont témoignent deux ouvrages récents, d'Olivier Blanchard, de Joseph Stiglitz et de leurs coauteurs¹⁴. Ces réflexions se sont développées au Japon depuis au moins la fin des années 1990, ce dont beaucoup d'économistes américains ont eu connaissance, mais très peu d'économistes européens et *a fortiori* français. C'est aussi notre ambition que de contribuer à cette prise de conscience.

14. G. Akerlof, O. Blanchard, D. Romer et J. Stiglitz (éd.), *What Have We Learned*, 2014 ; O. Blanchard, D. Romer, M. Spence et J. Stiglitz (éd.), *In the Wake of the Crisis*, 2012.

1. Une décennie de crises financières et la fin du miracle japonais

Avec le bénéfice du recul, il est tentant de voir dans l'éclatement de la bulle financière, en 1990-1991, une des causes principales de la « décennie perdue » et de la fin du miracle économique japonais. Le Japon était alors, pourtant, dans une position relativement solide : une inflation faible, une monnaie qui s'apprécie, un solde budgétaire équilibré, des actifs étrangers élevés et un chômage quasiment inexistant. En outre, le Japon ne connaissait pas de bulle de crédit, et la bulle immobilière et financière était moins importante que celles des pays nordiques (Finlande, Norvège, Suède) (Figure 2) et comparable à celle de l'Italie qui ne devait connaître, elle, qu'une crise bancaire limitée en 1990-1992 et non une crise systémique¹⁵.

La crise bancaire au Japon ne semble d'ailleurs concerner pendant sept ans qu'un segment marginal du marché, celui des coopératives immobilières (*jusen*), de même que la crise aux États-Unis en 2008 ne concernera initialement que le segment des crédits immobiliers à haut risque (*subprime*).

La crise bancaire va frapper le Japon en trois vagues successives. La première, en 1994-1995, concerne, on l'a vu, des institutions bancaires périphériques, comme la banque régionale Hyogo ou les coopératives immobilières *jusen*, dont les encours de dépôts ne représentent au total que 3,5 % du PIB. La Banque du Japon intervient alors principalement comme prêteur en dernier ressort, tandis que le ministère des Finances résiste à l'idée d'injecter de l'argent public dans le secteur bancaire. La deuxième vague, en 1997-1998, concerne des institutions de taille systémique, comme les banques de financement LTCB et NCB, deux maisons de titres, Sanyo et Yamaichi, et une banque préfectorale, Hokkaido Takushoku.

15. M. Hutchison et K. McDill, « Are banking crises alike ? The Japanese experience in international comparison », 1999.

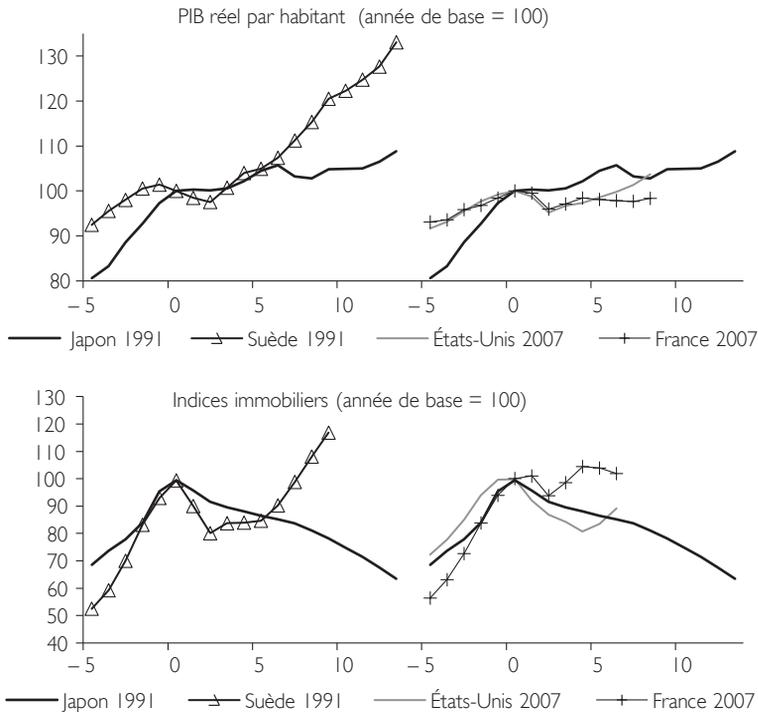


Figure 2 – PIB en niveau et indice immobilier avant et après une crise financière.

Commentaires : le Japon a connu une croissance décevante depuis l'éclatement de la bulle immobilière en 1991 et, surtout, depuis la crise financière systémique de 1997 ; la performance japonaise semble surprenante par rapport aux épisodes antérieurs de crise financière, comme celui que la Suède a traversé entre 1990 et 1995, par exemple, avec une bulle immobilière apparemment semblable, mais une récession plus forte et une reprise plus rapide ; elle est cependant moins exceptionnelle au regard de l'expérience des économies avancées depuis le choc Lehman en septembre 2008.

Sources : FMI, Perspectives économiques mondiales ; calculs des auteurs.

L'encours des actifs cumulés de ces institutions est de l'ordre de 15 % du PIB. Quatre de ces faillites surviennent au cours du seul mois de novembre 1997, après un épisode de type Lehman et la défaillance d'une institution active sur le marché interbancaire, Sanyo Securities. En 1998, le Japon annonce alors un plan de soutien au secteur financier, permettant de mobiliser des garanties ou des capitaux jusqu'à hauteur de 12 % du PIB, ainsi que la création d'un nouvel organe de supervision financière, l'Autorité des services financiers (FSA), placée sous la responsabilité d'un ministre. Une troisième vague de stress, liée à la dégradation des ratios de capitaux des banques, touche finalement deux établissements bancaires en 2003, Resona et Ashikawa, dont les dépôts équivalent alors à 9 % du PIB et dont la faillite aurait pu entraîner une nouvelle crise systémique. À partir de 2002, le ministre responsable de la FSA met en œuvre un plan de réduction rapide des créances douteuses et force les banques à plus de transparence. Les objectifs de ce plan seront atteints, puis dépassés dès 2005, en avance sur le calendrier initial.

Ces trois vagues expliquent que la chronologie de la crise bancaire diffère fortement selon les auteurs, de 1992 à 1997 selon Carmen Reinhard et Kenneth Rogoff, mais de 1997 à 2002 selon Luc Laeven et Fabian Valencia¹⁶. Les premiers mettent apparemment l'accent sur la première récession au niveau du PIB – ce qui n'est pas nécessairement le critère le plus pertinent –, tandis que les seconds insistent sur les interventions publiques – nationalisation, restructuration, intervention en dernier recours – qui traduisent surtout la prise de conscience par les autorités et par les marchés de l'ampleur des problèmes.

L'étalement de la crise bancaire japonaise au cours des années 1990 est ainsi très différent de celui observé aux États-Unis en 2008. Alors que seuls un ou deux ans séparent le pic des indices immobiliers et boursiers des

16. C. Reinhard et K. Rogoff, *This Time Is Different : Eight Centuries of Financial Folly*, 2009 ; L. Laeven et F. Valencia, « Systemic banking crises database : an update », 2012.

premières faillites financières aux États-Unis (maisons de titre, puis banques et sociétés d'assurance), ce sont sept à huit ans qui éloignent ces deux évènements au Japon. En outre, l'impact principal sur le PIB est observé après la faillite d'institutions financières au Japon, et non après le déclin des indices immobiliers et financiers (Tableau 1).

Tableau 1 – Comparaison des crises financières au Japon et aux États-Unis (1990-2003 et 2006-2008)

	Décennie perdue – Japon	Grande Récession – États-Unis
Éclatement de la bulle		
Immobilier	1990 : ensemble Japon	2006 : indice Case-Shiller
Bourse	1989 : indice Nikkei	2007 : indice Dow-Jones
Faillites financières ou restructuration (# : rang de l'institution)		
Première vague	1995 : « Jusen » et Hyogo Bank	2008 : Bear Sterns (maison titre #5)
Deuxième vague	1997 : NCB et Nissan Life (#16)	2008 : Lehman Brothers, maison de titres #4,
Crise systémique)	1997 : Sanyo Securities, Hokkaido	Wamu (#1), Wachovia (#4) **,
	Takushoku (#11), Yamaichi Securities (#3) *	AIG (assurance #1)
Troisième vague	1998 : nationalisation de LTCB et NCB	
	2003 : Resona et Ashikawa	
Contraction économique		
Semestrielle	1992 : T1	2008 : T3
Annuelle	1998-99 : cumul -2,2 %	2008-09 : cumul -3,4 %

* Hokkaido Takushoku, banque de dépôt #11, Yamaichi Securities, maison de titres #3.

** Rachat de Wachovia par Wells Fargo ; rachat de Wamu (Washington Mutual) par J.P. Morgan, #1 sur le segment des S&L, mais avec une taille de bilan inférieure de moitié à celle d'une banque de dépôt comme Wachovia.

Sources : auteurs.

Deux différences majeures expliquent ces différences de calendrier : d'abord, le fait que la crise japonaise est une crise nationale, d'ailleurs amortie par le succès initial – relatif – des politiques contracycliques, et non une crise mondiale comme en 2008 ; ensuite, le retard pris dans l'assainissement de la situation du système bancaire du fait d'un recours général à la tolérance réglementaire (*regulatory forbearance*). Les relations

entre l'économie réelle et le secteur financier sont à double sens : la faible croissance et la timide reprise de 1995-1997 retardent la crise financière ; dans le même temps, l'importance des prêts bancaires à des entreprises « zombies » en quasi-faillite, tout comme la stratégie de désendettement des entreprises japonaises après la bulle expliquent que la crise bancaire va avoir des effets beaucoup plus durables sur l'activité.

Il convient maintenant de répondre à quatre questions et c'est l'objet des sections suivantes. Quelles sont les causes de la crise financière japonaise ? Pourquoi la résolution de la crise bancaire au Japon a-t-elle pris beaucoup plus de temps que dans d'autres pays ? Quels mécanismes expliquent-ils l'impact de la crise bancaire sur le ralentissement de la croissance ? Enfin, quelles leçons peuvent-elles être tirées de la crise bancaire japonaise pour l'Europe d'aujourd'hui ? D'un point de vue chronologique, cette analyse couvre principalement la période de l'éclatement des bulles boursière et immobilière en 1990-1991, jusqu'à la politique agressive de reconnaissance des créances douteuses en 2002-2005. La crise financière liée au choc Lehman, qui touche les États-Unis et l'Europe en 2008, n'impacte que tangentiellement le Japon, ce qui témoigne d'ailleurs de la solidité retrouvée du secteur financier japonais à l'issue d'une crise prolongée.

COMMENT LE JAPON EST ENTRÉ DANS UNE DÉCENNIE DE CRISES FINANCIÈRES

Les origines de la bulle font l'objet d'une analyse relativement consensuelle¹⁷ que nous partageons. Elles sont principalement au nombre de deux : une supervision inadéquate dans le contexte d'une libéralisation financière entamée depuis la fin des années 1970 ; une politique contracyclique mise en œuvre pour répondre à l'appréciation du yen après les accords du Plaza le 22 septembre 1985, et centrée quasi exclusivement sur une politique monétaire accommodante.

17. T. Cargill et T. Sakamoto, *Japan since 1980*, 2008 ; T. Hoshi et A. Kashyap, *Corporate Governance in Japan*, 2001.

Une « libéralisation modèle »

La libéralisation financière vise plusieurs objectifs : le développement du marché des capitaux pour permettre le financement du déficit public ; la diversification des possibilités de financement pour les grandes entreprises manufacturières, dont les activités se sont considérablement internationalisées depuis les années 1970 ; et la recherche de nouvelles sources de profits par les institutions financières japonaises, confrontées à une certaine désaffection d'acteurs économiques désormais à même de trouver de meilleures conditions de financement à l'étranger. Elle concerne d'abord le marché obligataire (marché secondaire pour les obligations publiques en 1976), puis le marché des changes (transactions de change autorisées en 1980, sauf cas de régulation spécifique), et enfin le marché monétaire (comme les effets commerciaux en 1987). Elle est accompagnée, en outre, d'une réduction des cloisonnements entre les institutions financières : auto-régulation donnée aux banques d'intervenir sur le marché obligataire (1983), de détenir des filiales sur le marché des capitaux (1992), de constituer des holdings financières (1998), etc.

Cette libéralisation financière a été décrite par Thomas Cargill et Takayuki Sakamoto comme une « libéralisation modèle », non seulement en raison des bénéfices apportés à l'ensemble des agents économiques (liquidité pour la dette publique, meilleurs rendements pour l'épargne des ménages, coûts de financement plus faibles pour les entreprises, etc.), mais aussi parce que le Japon évite alors – pour quelque temps – une crise financière comparable à celle connue par les États-Unis au cours des années 1980 avec les difficultés rencontrées par les sociétés immobilières (Savings and Loan Associations). De plus, à la différence de ce qui se produira aux États-Unis après le choc Lehman, la libéralisation financière n'est pas remise en cause à l'issue de la crise et se poursuit même au cours des années 1990, le Premier ministre Ryutaro Hashimoto mettant en œuvre les mesures dites du *big bang* en 1996, inspirées de la libéralisation du marché londonien (transactions de change, poursuite du décloisonnement,

augmentation de la concurrence, etc.). La libéralisation financière n'est donc pas, en tant que telle, la cause directe de la bulle financière et de la crise. Le fait que la priorité en 1996 soit donnée à la poursuite de la libéralisation financière, plutôt qu'au renforcement de la supervision ou au règlement du problème bancaire est également révélateur de l'optimisme qui règne alors sur l'état du système financier et que seule peut justifier une sous-estimation des problèmes structurels¹⁸.

Plusieurs éléments contribuent cependant à faire de cette « libéralisation modèle » un facteur de crise : la dégradation de la qualité des portefeuilles bancaires ; la faiblesse du contrôle interne et de la supervision externe ; et l'effet d'entraînement de la bulle financière sur le crédit bancaire.

La libéralisation des années 1970-1980 conduit en effet à une migration des grandes entreprises d'un financement bancaire vers un financement de marché, ce qui amène les banques à se tourner, faute de mieux, vers des emprunteurs plus risqués, avec lesquels elles n'ont eu jusque-là que peu de relations et qu'elles connaissent mal. La politique monétaire accommodante conduit à une augmentation de la liquidité et donc à la fois à une augmentation du volume de prêts et à une dégradation de leur qualité.

Cette mutation financière s'opère dans un contexte où le mécanisme interne de contrôle de la qualité des crédits, basé sur le système dit de la « banque principale » (banque de référence pour les grandes entreprises)¹⁹, ne fonctionne plus, et à un moment où l'information financière et la supervision financière sont inadéquates. Le contrôle de la qualité des crédits par les banques a été assuré jusqu'aux années 1980 par le suivi des principaux emprunteurs – au besoin *via* une participation au sein de leur conseil d'administration – et par la syndication des prêts. Ce système

18. E. Lincoln et R. Litan, « The "big bang" ? An ambivalent Japan deregulates its financial markets », 1998.

19. M. Aoki et H. Patrick (éd.), *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, 1994 ; T. Ito, *The Japanese Economy*, 1992,

se révèle désormais trop coûteux s'agissant de prêts à des entreprises de taille moyenne, mais n'est pas remplacé par la publication d'informations financières fiables. L'augmentation des prêts liés à l'immobilier revient aussi pour les banques à prendre acte de l'affaiblissement de leur contrôle sur les entreprises en augmentant le collatéral immobilier.

Au niveau externe, la supervision financière est assurée principalement par le ministère des Finances, en partie par un système de directives et de contacts informels avec les banques. Jusqu'en 1992, les trois bureaux du ministère des Finances chargé de la supervision des banques de dépôts, des maisons de titres ou des financements internationaux, conduisent des inspections séparées. Le ministère des Finances intervient peu, principalement pour sanctionner les erreurs, mariant les banques fragiles avec des banques plus solides qui peuvent ainsi étendre leur réseau et s'approprier les marges bancaires importantes assurées par la grille des taux d'intérêt. Cette approche est appelée « système de convoi », par analogie avec les transports maritimes en temps de guerre, les banques les plus fortes protégeant les banques les plus fragiles, au besoin en les absorbant, mais en évitant toute faillite bancaire. Il y a ainsi une double faiblesse de la supervision, en interne au niveau des banques et en externe au niveau du ministère des Finances qui s'appuie largement sur un système autorégulé.

Les bulles financière et immobilière

Les gains financiers liés à la bulle financière augmentent le capital des banques et leur capacité à prêter, nourrissant ainsi en retour cette même bulle. Cette situation est entérinée, à la demande du Japon, dans le cadre d'accords internationaux. Les premiers accords de Bâle, signés en 1988, résultent en premier lieu d'une volonté des États-Unis qui, ayant imposé des ratios de capitaux plus stricts à leurs banques au lendemain de la crise de la dette de 1982, ne veulent pas voir ces établissements pénalisés internationalement par rapport aux banques étrangères, japonaises d'abord, et européennes ensuite. Ces accords sont mis en œuvre en 1993,

mais le ratio de capital sur risque pondéré de 8 % ne s'applique qu'aux banques disposant d'une couverture internationale, les banques nationales n'étant soumises qu'à une norme prudentielle plus faible (4 %) ²⁰.

Sur le plan macroéconomique, un dernier facteur contribuant à la bulle spéculative tient à une politique monétaire accommodante, menée de 1985 à 1989 afin d'amortir les effets de l'appréciation du yen. En septembre 1985, les accords du Plaza conduisent à une politique concertée des économies du G7 en vue de la dépréciation du dollar, qui perd d'ailleurs en dix-huit mois 45 % de sa valeur face au yen. Afin d'amortir les effets de l'appréciation du yen qui en résulte (*endaka*), la Banque du Japon réduit son taux d'escompte qui passe de 5 % en septembre 1985 à 2,5 % en février 1987. Après l'échec de la surveillance multilatérale prévue par les accords du Louvre signés le 22 février 1987, les pays du G7, tels les États-Unis et l'Allemagne, commencent, dès 1987, à augmenter leurs taux d'intérêt. La Banque du Japon prépare un durcissement monétaire dès le milieu de l'année 1987, mais son application est retardée pendant deux ans. Elle augmente alors progressivement le taux d'escompte, atteignant 3,25 % en mai 1989, puis 6 % en août 1990 après cinq augmentations successives, la dernière visant aussi à prévenir l'impact inflationniste de la hausse du prix du pétrole, conséquence de l'invasion du Koweït par l'Irak.

Le retard de dix-huit mois pris pour la mise en œuvre du durcissement de la politique monétaire est aujourd'hui considéré quasi unanimement comme un facteur ayant contribué de façon décisive à la bulle financière ²¹. De la même manière que la politique monétaire accommodante menée

20. A. Kanaya et D. Woo, « The Japanese banking crisis of the 1990's : source and lessons », 2000 ; C. Goodhart, *The Basel Committee on Banking Supervision : A History of the Early Years, 1974-1997*, 2011.

21. T. Ito et F. Mishkin, « Two decades of monetary policy and the deflation problem », 2004 ; K. Okina, M. Shirakawa et S. Shiratsuka, « The asset price bubble and monetary policy : Japan's experience in the late 1980s and the lessons », 2001.

par la Réserve fédérale américaine de 2002 à 2005 est regardée désormais comme un facteur ayant d'abord empêché la déflation aux États-Unis, avant de nourrir une bulle immobilière du fait du maintien de taux trop bas pendant une durée trop longue. La Banque du Japon reconnaît elle-même que le resserrement monétaire aurait dû avoir lieu en 1988 au plus tard. Le krach boursier d'octobre 1987 aux États-Unis – imputé selon elle, au moins partiellement, au durcissement monétaire allemand de l'été – puis l'augmentation de la taxe sur la consommation en avril 1989 sont les raisons principales généralement avancées pour expliquer ce retard.

Prises en complément d'une augmentation des taux, des mesures macroprudentielles auraient pu freiner le développement de la bulle. Or, le ministère des Finances joue un rôle passif, se montrant d'abord soucieux de la poursuite de la consolidation budgétaire en prévision de l'impact financier du vieillissement de la population. La direction du ministère des Finances chargée de la supervision financière attend ainsi jusqu'en avril 1990 pour émettre une directive destinée à modérer la bulle financière en plafonnant les prêts aux entreprises de construction, une mesure à la fois tardive et partielle puisqu'elle ne concerne pas les sociétés immobilières. De même, la fiscalité est modifiée, afin de limiter les incitations à s'endetter en vue du financement de placements immobiliers que constituent la déductibilité des emprunts et la sous-évaluation des actifs immobiliers pour le calcul des impôts sur les successions²². Ces délais d'application ne sont bien sûr pas étrangers au fait que la direction dominante, celle du Budget, bénéficie directement des rentrées fiscales liées aux impôts immobiliers et aux bénéfices financiers. L'amortissement du choc lié à l'appréciation du yen en 1985-1987 est ainsi assuré presque exclusivement par la politique monétaire, à l'exception de deux plans de relance budgétaire en 1986-1987 pour un montant total représentant 2,6 points de PIB.

22. T. Cargill, M. Hutchison et T. Ito, *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, 1997.

Enfin, il faut aussi prendre en compte le climat euphorique de l'époque, déjà souligné en introduction, marqué par l'idée que le Japon ne tardera pas à rattraper les États-Unis²³. Pour de nombreux acteurs et observateurs, la montée des cours de la Bourse et des prix de l'immobilier confirme cette opinion : comme aux États-Unis, au milieu des années 2000, la perception dominante au Japon est qu'il n'y a pas de bulle à la fin des années 1980, juste une amélioration des fondamentaux, liée ici à un modèle productif supérieur, là aux bénéfices des innovations financières. Initialement aussi, loin de tempérer la bulle spéculative, les décideurs de politique économique semblent s'en accommoder et même l'accompagner. Tout comme les autorités américaines se féliciteront, avant le choc Lehman, de la diffusion de l'accession à la propriété – même parmi les ménages les moins solvables – et des innovations financières permettant le financement du déficit courant. Au Japon, les autorités militent ainsi avec succès pour l'inclusion des plus-values latentes dans les ratios de capital en 1988, entérinant l'impact de la bulle boursière sur le crédit bancaire. De même, la Banque du Japon se félicite de l'appréciation du yen, censée contraindre les entreprises japonaises internationales à renforcer leurs gains de productivité, tout en s'efforçant d'amortir ce choc de change en baissant des taux d'intérêt. Les entreprises japonaises, enfin, bénéficient de l'abondance des liquidités et de l'appréciation du yen pour leurs achats d'actifs à l'étranger. En 1988, neuf banques japonaises, bien considérées par les agences de notation, figurent parmi les dix premières banques mondiales.

Et pourtant, les bulles financière et immobilière au Japon, par leur ampleur et par leurs causes, sont très semblables à celles observées à la même époque en Europe ou, vingt ans plus tard, dans les économies avancées. Comment expliquer que la crise japonaise ne se limite pas à la seule

23. Pour une analyse générale de ce phénomène, bien au-delà du cas du Japon, voir A. Orléan, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, 2009.

correction temporaire d'une bulle spéculative, mais débouche aussi sur un ralentissement économique durable ?

ASSAINIR LE SYSTÈME FINANCIER GRADUELLEMENT OU RAPIDEMENT ?

La durée de la crise financière au Japon – dix à quinze ans selon les indicateurs retenus – est beaucoup plus longue que la moyenne internationale pour une crise bancaire systémique, estimée à environ quatre ans par Laeven et Valencia²⁴. L'approche conventionnelle de la crise tend à expliquer cette caractéristique en mettant l'accent sur le blocage politique ou sur une lenteur culturelle propre aux Japonais, liée notamment aux modalités de prise de décision et à la recherche du consensus. De ce point de vue, l'épisode des coopératives immobilières (*jusen*) semble avoir valeur d'exemple. À travers ces *jusens*, les banques japonaises et les coopératives agricoles ont financé, à parts égales, des investissements immobiliers qui, après la bulle, perdent la moitié de leur valeur. Quatre ans après le pic immobilier, en septembre 1995, le ministère des Finances propose un plan d'assainissement, appuyé à la fois sur une injection modeste d'argent public, pour environ 0,1 % du PIB, et sur une annulation de la valeur des créances de 50 % pour les banques, mais de 10 % seulement pour les coopératives agricoles, politiquement puissantes. Ce plan reste malgré tout cohérent avec la logique de la « banque principale », si l'on excepte la petite déviation que constitue l'injection marginale d'argent public. Les réactions hostiles de l'opinion aboutissent à ce qu'aucune injection d'argent public ne soit réalisée au cours des trois années suivantes. Moins d'un an après, en mai 1996, les présidents de trois banques ayant financé les *jusens* sont poussés à la démission par le ministère des Finances, au motif qu'ils doivent « assumer leur responsabilité ». Mais rien n'est fait concernant le capital ou la qualité des créances. On peut, au besoin, égayer cette théorie du blocage politique en rajoutant des banquiers corrompus (Tokyo Kyowa

24. L. Laeven et F.Valencia, « Systemic banking crises database : an update » 2012.

en 1994), des superviseurs complaisants (scandale de Nomura en 1991 ou de Daiwa en 1995) ainsi que quelques *yakuzas* qui participent bruyamment aux assemblées d'actionnaires. Peut-on cependant généraliser cet exemple des *jusens*, dont les dépôts bancaires ne représentent que 2,5 % du PIB, à l'ensemble du système bancaire japonais, dont les dépôts s'élèvent à cinquante fois plus, soit 125 % du PIB en 1998 ? Notre réponse est négative : cette affaire contient des éléments explicatifs, mais tend également à exagérer les blocages politiques et à gommer des questions légitimes de stratégie de résolution financière.

Notre propre analyse de la politique bancaire repose sur l'étude des points de vue des principaux acteurs, en ce qu'ils expliquent la lenteur du processus de résolution de la crise : celui du ministère des Finances, principal responsable de la supervision financière jusqu'à la création de l'Autorité des services financiers (FSA) comme entité autonome en 1998 ; celui de la Banque du Japon, responsable de la stabilité financière et des activités de prêteur en dernier ressort ; celui de parlementaires, chargés de voter ou de refuser les plans de soutien aux banques ; celui, enfin, des banquiers japonais et de leurs repreneurs étrangers. Il convient aussi de prendre en compte quelques témoins ou acteurs individuels, tel que le responsable du système financier au sein de la Banque du Japon de 1997 à 2000, Hiroshi Nakaso, ou le ministre responsable de la FSA de 2002 à 2004, l'économiste Heizo Takenaka. Les points de vue académiques nous intéressent ici pareillement dès lors qu'ils influencent directement les politiques de résolution de la crise²⁵.

25. Pour chacun de ces points de vue, respectivement, voir J. Amyx, *Japan's Financial Crisis. Institutional Rigidity and Reluctant Change*, 2004, avec un fort accent sur le ministère des Finances ; H. Nakaso, « The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt », 2001, pour le point de vue de la banque centrale ; H. Takenaka, *The Structural Reform of the Koizumi Cabinet. An Insider Account of the Economic Revival of Japan*, 2008, pour le point de vue

Le politique et le superviseur

Les décideurs économiques sont confrontés à deux contraintes principales, l'une politique et l'autre institutionnelle. L'instabilité politique est parfois présentée comme une explication à la paralysie de la décision en matière financière. Il est vrai que la réforme décisive des banques est menée sous un gouvernement stable, celui de Junichiro Koizumi, de 2001 à 2006, avec Hezuo Takenaka comme ministre de la Réforme financière de 2002 à 2004. Mais au cours de la première année de son mandat, de 2001 à 2002, Koizumi continue la politique de son prédécesseur. De même, la première alternance, survenue après un contrôle sans partage du pouvoir par le Parti libéral démocrate (PLD) pendant trente-sept ans – selon l'expression, la « moitié de l'éternité » – survient en 1993, peu après l'éclatement de la bulle. La période 1993-2001 voit ainsi se succéder six premiers ministres, parfois minoritaires au Parlement. Une plus grande stabilité ministérielle aurait-elle permis de prendre de meilleures décisions plus tôt ? On peut penser le contraire, à savoir que le biais ancien aurait perduré et que les mêmes politiques que celles menées depuis l'après-guerre auraient été poursuivies, mariant des banques fragiles avec des banques solides – ou moins fragiles – sans véritablement s'attaquer aux problèmes de fond.

Parallèlement, l'opposition représentée par le Parti démocrate japonais (PDJ), qui souhaite se présenter comme un parti crédible d'alternance, joue un rôle important en octobre 1998 lors du vote du projet de loi

très personnel du ministère des Services financiers ; G. Curtis (éd.), *Policymaking in Japan. Defining the Role of Politicians*, 2002, pour le point de vue de deux parlementaires de bords opposés, N. Takumi et F. Motohisa ; G. Tett, *Saving the Sun : A Wall Street Gamble to Rescue Japan from its Trillion-Dollar Meltdown*, 2003, pour le point de vue des financiers américains qui se sont aventurés dans le rachat de la banque japonaise LTCB ; Y Suzuki, *Japan's Financial Slump*, 2011, pour le point de vue en miroir d'un cadre de LTCB.

prévoyant la recapitalisation des banques²⁶. Après sa défaite aux élections sénatoriales en octobre 1998, le PLD accepte ainsi le plan plus ambitieux de son opposant, le PDJ, qui renforce la supervision et prévoit des garanties ou des apports en capitaux pour le secteur bancaire à hauteur de 12 % du PIB, soit le double du montant proposé antérieurement, y inclus 1,5 % pour recapitaliser les banques. Le Premier ministre Koizumi est élu en 2001 après une campagne où il s'oppose à son propre parti – « briser le vieux PLD » – et reprend, un an après, une partie du programme financier de l'opposition. Orphelin de son propre programme, le PDJ jouera par la suite, en 2005, un rôle beaucoup plus confus dans une autre réforme financière, la privatisation de la Poste japonaise. Le contexte politique joue donc un rôle ambigu, mais pas forcément négatif : la stabilité politique associée à une mauvaise stratégie financière ressemble un peu à la continuité de gestion d'un *trader* attaché à son portefeuille de valeurs, décidé à cacher ses pertes et attendant le coup de chance pour se refaire. Nous écartons donc la thèse d'une paralysie liée au monde politique japonais, et pensons plutôt qu'une partie des difficultés découle d'un problème classique – certainement pas propre au Japon – de relations entre le régulateur et le régulé.

Plus importante nous paraît la faiblesse du cadre institutionnel. Les mêmes facteurs qui contribuent à la bulle financière, à savoir la faiblesse du cadre réglementaire et de la supervision, contribuent également à accroître la difficulté à gérer la crise bancaire. L'institution en charge de l'assurance des dépôts (DIC) ne dispose en 1996 que de seize personnes et d'un fonds d'assurance représentant 0,1 % du PIB ; en 1999, elle en emploie 2 000 et dispose de la possibilité d'accéder à des liquidités d'un montant

26. G. Curtis, *The Logic of Japanese Politics*, 1999 ; L. Schoppa, « Neoliberal economic policy preferences of the "New Left" », in R. Kersten et D. Williams, *The Left in the Shaping of Japanese Democracy*, 2006.

équivalant à 12 % du PIB²⁷. La nouvelle autorité des services financiers, la FSA, qui remplace le ministère des Finances en matière de supervision financière en 1998, dispose de 600 inspecteurs bancaires contre 8 000 aux États-Unis, alors que le paysage bancaire japonais est très éclaté²⁸. Les premières informations sur les créances douteuses ne sont disponibles et publiées qu'en 1993. L'augmentation rapide de ces créances durant la première moitié de la décennie traduit en partie un processus d'apprentissage, qui entraîne des changements de méthodologie au fur à mesure que les prêts sont classifiés. De même, le Japon ne dispose pas avant 1998 de cadre juridique approprié pour recapitaliser les banques ou pour fermer les institutions insolvables. Les lois sur les faillites ne sont modernisées qu'en 1999 et en 2003, et des institutions de défaisance sont créées en 1996 et en 2003, respectivement pour les banques et les entreprises commerciales. Enfin, jusqu'à ce que la crise bancaire prenne un tour systémique en 1997, le sujet bancaire n'est pas considéré comme prioritaire.

Pourtant, dès avant 1997, il est clair que la situation bancaire ne peut plus être ignorée. En 1993, la première estimation publique du ministère des Finances portant sur les créances douteuses évalue ces dernières à environ 10 % du PIB, soit à peu près 8 % des encours bancaires. La première définition de ces créances prend en compte l'absence de règlement depuis six mois (contre trois mois dans la définition en vigueur aujourd'hui) et n'inclut pas les filiales. Le durcissement progressif des critères par les autorités contribue paradoxalement à les décrédibiliser. Plusieurs estimations privées suggèrent rapidement que le chiffre réel des créances douteuses pourrait être deux à trois fois supérieur. Une méthode comptable rigoureuse des créances douteuses ne sera, en fait, pas mise en œuvre avant 2002. Or, les signes avant-coureurs de graves difficultés sont

27. H. Nakaso, « The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt », 2001.

28. G. Curtis, *ibid.*

nombreux : les créances irrécouvrables représentent 50 % du portefeuille des *jusens*, les créances douteuses, 35 % de l'encours de la Long Term Credit Bank (LTCB), soit trois fois la moyenne officielle ; le chiffre des créances douteuses de la banque Hyogo passe de 2 % avant la faillite en 1995 à 20 % après ; une douzaine de petites banques ou de coopératives font faillite ou sont absorbées entre 1994 et 1997, etc. Enfin, dans le cadre des négociations préparatoires aux accords de Bâle I, et ce dès le milieu des années 1980, les partenaires du Japon expriment leur souci quant au niveau et à la qualité des fonds propres des banques japonaises.

Attendre le retour de la croissance

Face à ce risque croissant, les autorités japonaises hésitent entre deux stratégies : assainir brutalement le secteur financier, au risque d'aggraver le ralentissement économique, ou parier sur une amélioration graduelle de la santé du secteur financier *via* la reprise économique. Sachant que jusqu'en 1993, en l'absence d'information fiable sur le système bancaire, le Japon ne dispose pas, de toute façon, des moyens techniques nécessaires à la mise en œuvre de la première stratégie. Quels sont cependant les avantages et les inconvénients de chacune d'entre elles ? Au moment où le Japon s'apprête à entrer dans une crise systémique en 1997, l'ancien directeur général de l'autorité bancaire suédoise, Stefan Ingves²⁹ dresse un bilan comparé cette dernière, soulignant naturellement le succès de la première approche, choisie par la Suède qui vient de traverser une crise bancaire (1992-1996). Cette stratégie permet de clarifier l'importance du problème dès le début. Elle est censée inspirer confiance, sauf, bien sûr, à souligner l'impossibilité des remboursements et à favoriser des défauts stratégiques. La seconde approche permet d'éviter la liquidation coûteuse d'actifs bancaires, mais suppose une résolution relativement rapide. C'est la méthode privilégiée par les États-Unis au début des années 1980, quand

29. S. Ingves et G. Lind, « The management of the bank crisis in retrospect », 1996.

la crise de la dette dans les pays en développement a détérioré fortement le portefeuille des banques américaines engagées à l'international, et au milieu des années 1980 encore, face à la crise des Savings and Loan Associations – jusqu'à un recours tardif à la première méthode en 1989. Le taux maximal de créances douteuses est de 13 % en Suède, supérieur au taux officiel de 8 % au Japon, mais inférieur au taux officieux de 20 %, dans tous les cas bien supérieur à celui de 3 % observé aux États-Unis. On notera aussi que, malgré son rôle de modèle, la Suède a connu une période d'essais et d'erreurs de près de deux ans avant de définir une stratégie claire d'assainissement financier.

Plusieurs raisons expliquent le choix de la seconde stratégie par le Japon, avec généralement un consensus de vues entre le ministère des Finances et la Banque du Japon³⁰. Tous deux mettent en avant l'impopularité de la première injection d'argent public (0,1 % de PIB pour les *jusens*) ou encore la crainte de déclencher une panique ou une contraction du crédit. À l'époque, la banque centrale est déjà en position d'accusée pour avoir « provoqué » l'éclatement de la bulle en augmentant les taux d'intérêt, tandis que le ministère des Finances est lui affaibli par une série de scandales (comme, par exemple, d'avoir laissé en 1991 des maisons de titre effacer les pertes de leurs gros clients en les transférant sur les petits, ou d'avoir dissimulé en 1995 au régulateur américain une infraction commise par la filiale new-yorkaise d'une banque japonaise). Le directeur de la supervision financière à la Banque du Japon, Hiroshi Nakaso, parle aussi du changement de paradigme, du « modèle de convoi » utilisé jusqu'ici, malgré les résistances croissantes des banques à accepter des mécanismes de marché. Il souligne également la réticence de la direction du Budget à accepter la réduction des recettes fiscales tirées des banques que provoquerait une

30. T. Hoshi et A. Kashyap, « Solutions to the Japanese banking crisis : what might work and what definitely will fail », 2004 ; H. Nakaso, « The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt », 2001.

reconnaissance accrue des pertes, comme ses efforts pour garder des normes très restrictives en termes de comptabilité des provisions. Moins compréhensif, le ministre responsable la FSA, Heizo Takenaka, met l'accent quasi exclusivement sur le mythe de « l'infaillibilité bureaucratique » : assainir brutalement le secteur financier reviendrait à reconnaître les faiblesses de la supervision passée. La vérité nous semble se situer entre les deux : il est conceptuellement difficile de changer de modèle, particulièrement quand cela exige que l'on reconnaisse des erreurs passées.

Enfin, la dernière raison du choix de la stratégie graduelle tient au fait que, dans un environnement concurrentiel et surbancaisé, il n'y a pas non plus d'appétit de la part des banques pour une solution plus radicale qui exposerait leurs erreurs d'investissement antérieures. Les banques les plus solides sont de plus en plus réticentes face à l'obligation morale qui leur est faite de racheter les banques les plus faibles. Les banques plus faibles, en tout cas avant l'instauration de la garantie des dépôts en juin 1996 et même au-delà, sont sensibles au risque de mort subite dont peuvent être victimes les institutions frappées par une panique bancaire, comme Hokkaido Takushoku perdant 30 % de ses dépôts en un seul mois, en novembre 1997. Nous pensons que, de 1990 à 1997, il existe un certain consensus de l'ensemble des acteurs publics et privés en faveur du *statu quo*. Cet équilibre est instable en raison de la détérioration progressive du bilan des banques et, pourtant, jusqu'en 1996, l'indice boursier des institutions financières évolue globalement en ligne avec l'indice Nikkei. À la bulle immobilière et financière de la seconde moitié des années 1980, a succédé une bulle intellectuelle : le système bancaire n'est pas en crise, la situation va se régler d'elle-même. Il n'est, toutefois, pas impossible que la libéralisation financière de 1996 – le *big bang* du Premier ministre Hashimoto – vise au moins partiellement à modifier cet équilibre, en introduisant sur le marché bancaire japonais des repreneurs étrangers disposant de capitaux et d'une expertise de la gestion des créances en souffrance (*distressed debt*).

La crise financière de 1997 et l'assainissement bancaire de 2002

Cette bulle intellectuelle éclate brutalement en novembre 1997 quand le Japon subit un choc de type Lehman : la maison de titres Sanyo, dont les actifs représentent environ 0,5 % du PIB, fait défaut le 3 novembre. Les autorités japonaises décident de suivre une procédure normale de faillite, sans recours au soutien de la banque centrale, afin de renforcer la discipline bancaire et de limiter le risque d'aléa moral. Mais cette abstention et ce qu'elle entraîne – la première faillite bancaire de l'après-guerre – ont un impact immédiat sur les contreparties de Sanyo sur le marché interbancaire et déclenchent, au contraire, une panique bancaire. La banque de dépôt Hokkaido Takushoku Bank (avec des dépôts de l'ordre de 1,2 % du PIB) fait faillite à son tour le 14 novembre, après l'échec d'un mariage discuté depuis avril avec une autre banque ; puis la maison de titres Yamaichi Securities (aux actifs représentant 4,4 % du PIB) fait faillite le 24 novembre, mais cette fois avec l'intervention de la Banque du Japon comme prêteur de dernier ressort. Le ralentissement économique en 1997, lié à la crise asiatique qui commence en juin et à la hausse de la taxe sur la consommation en avril, est une cause circonstancielle indirecte de la crise financière de novembre, mais la fragilité financière reste la cause principale.

Le rude réveil de novembre 1997 conduit à des changements importants, mais qui demeurent incomplets. La supervision financière est confiée en 1998, on l'a dit, à une nouvelle autorité des services financiers, la FSA, qui recevra mandat pour légiférer en 2000. Le mécanisme de mesures correctives rapides (PCA ou *prompt corrective action*) est voté en 1998. Deux structures de défaisance créées en 1995 avec des mandats limités sont fusionnées en 1998 au sein de la RCC (Resolution and Collection Corporation) et sont autorisées à acheter des créances douteuses à des banques qui ne sont pas en faillite. À la fin de l'année 1998, le Japon nationalise deux banques spécialisées dans des prêts à long terme, LTCB (avec des actifs équivalant à 5,2 % du PIB) et NCB, non sans avoir d'abord essayé, pour chacune d'entre elles, de trouver des solutions basées sur le

« système de convoi ». Ce dernier ne peut plus fonctionner, car il impose aux banques repreneuses de fournir une garantie implicite mal mesurée (un peu comme pour les actifs toxiques au moment du choc Lehman). Les nationalisations permettent de sortir de cette paralysie. Comme indiqué précédemment, les autorités adoptent aussi un plan de soutien au secteur financier (jusqu'à 12 % du PIB) qui renforce l'assurance des dépôts, permet des injections de capital public dans les banques – pour un montant limité cependant à 1,5 % du PIB – et assure l'ouverture de lignes de garanties. Plusieurs analystes jugent alors que la crise bancaire japonaise est terminée, à commencer naturellement par le ministre responsable de la FSA, Hakuo Yanagisawa, mais aussi de nombreux universitaires³¹. Les marchés semblent partager cette opinion, au moins temporairement, puisque la prime de risque des banques japonaises sur le marché monétaire international, ou *Japanese premium*, disparaît au début de l'année 1999 après avoir atteint 50 points de base.

À cet arsenal nouveau manque cependant une composante essentielle : la transparence financière, à la fois sur les fonds propres et sur les créances douteuses. Les banques japonaises compensent initialement la baisse des plus-values latentes par des émissions de titres leur permettant de rétablir leurs fonds propres. Mais ces émissions sont graduellement érodées par la dépréciation des créances irrécouvrables. En 1998, la FSA autorise l'inclusion des actifs d'impôts différés (*deferred tax assets*) dans les fonds propres jusqu'à hauteur de 50 % des fonds propres, contre 10 % dans la plupart des pays de l'OCDE. La prise en compte de ces actifs suppose cependant que les banques japonaises continuent de réaliser des profits, ce qui n'est pas alors le cas. En ce qui concerne les créances douteuses, les méthodologies de calcul restent à la discrétion des banques qui sont incitées à en minimiser le montant afin de limiter les provisions à constituer

31. T. Hoshi et H. Patrick (éd.), *Crisis and Change in Financial System*, 2000 (à partir d'une conférence qui s'est tenue en octobre 1998).

et les pertes en capital. Ce point fait l'objet d'un développement dans la section suivante, consacré aux entreprises et aux banques « zombies ». De 2000 à 2002, l'inquiétude renaît sur la stabilité bancaire et se manifeste par une sous-performance boursière importante.

La sortie finale de la crise bancaire doit beaucoup à l'action vigoureuse du ministre chargé de la FSA, Heizo Takenaka, un universitaire, nommé à ce poste par le Premier ministre Koizumi en septembre 2002. Si le crédit de l'action politique lui revient, ainsi qu'à son mentor, la prise de conscience qu'une clarification profonde est nécessaire vient des marchés financiers eux-mêmes, devenus sceptiques sur la transparence des bilans des banques et qui tendent à pousser la valeur de leurs actions à la baisse. Les créances douteuses représentent alors 8,6 % de l'encours des prêts, un montant donc quasiment stable depuis dix ans malgré plusieurs annulations de créances et une baisse des encours bancaires. Après douze ans d'hésitations, le Japon décide finalement de privilégier une stratégie d'assainissement rapide par rapport à une approche fondée sur la croissance. Le plan mis en œuvre par Takenaka comprend trois éléments : il engage les banques à réduire leurs crédits douteux de 8,6 % à 4,5 % d'ici à 2004, un objectif dépassé à cette date avec un taux de 2,9 %, puis 1,8 % en 2005 ; il plafonne et réduit graduellement le poids des actifs d'impôts différés dans les fonds propres ; enfin, il autorise la nationalisation des banques qui violent les critères de fonds propres. Les marchés doutent du succès de ce plan pendant six mois, jusqu'à la nationalisation partielle de la banque Resona en mars 2003 (avec des dépôts bancaires de 8,2 % du PIB) pour violation des ratios de fonds propres, et celle de la banque Ashikawa en novembre 2003 dont les fonds propres sont négatifs. Ces mesures conduisent à rétablir la confiance dans le secteur financier et, en 2005, le Japon peut lever la garantie universelle (*blanket guarantee*) instaurée en 1995 sur les dépôts bancaires.

Pourquoi la résolution de la crise bancaire dure-t-elle quinze ans ? Il faut d'abord trois ans pour que les indicateurs macroéconomiques se dégradent (la bourse en 1990, l'immobilier en 1991, avant une récession en

1992) et que les premières informations financières deviennent disponibles en 1993. Il faut ensuite quatre ans, jusqu'en 1997, pour laisser se dissiper l'illusion que la situation pourra se régler d'elle-même par la croissance. Après un premier plan incomplet de soutien au secteur financier en 1998, il faut encore quatre ans pour qu'un Premier ministre, nommé l'année précédente, décide de s'engager dans un assainissement du secteur bancaire et en faveur de la transparence sur les données financières. Cet assainissement est réalisé en deux à trois ans, finalement la même durée que la résolution de la crise bancaire suédoise. L'aiguillon des marchés financiers et de l'opposition, à la fois en 1998 et en 2002, joue donc un rôle important pour l'adoption de mesures et pour la résolution du problème bancaire.

Le contraste entre le Japon et les autres économies avancées au moment du choc Lehman illustre bien la solidité retrouvée du système financier japonais. Dans la base de données utilisée par Laeven et Valencia, la Grande Récession de 2008 est associée à une crise systémique en 2007 aux États-Unis et au Royaume-Uni et en 2008 en France et en Allemagne, mais le Japon y échappe. La crise financière mondiale en 2008 n'a donc qu'un effet limité sur le secteur financier japonais ; peut-être parce que celui-ci est encore trop fragile ou trop conservateur pour prendre des risques comparables à ceux des banques américaines ou européennes : les actifs toxiques dans les portefeuilles des banques japonaises sont minimaux. Celles-ci profitent aussi de leur meilleure santé relative pour s'étendre internationalement (achat de 12,5 % des actions de Morgan Stanley par Mitsubishi UFG, rachat après leurs faillites des opérations européennes et asiatiques de Lehman Brothers par Nomura). En même temps, l'Autorité des services financiers – en complément aux mesures financières de soutien aux PME *via* des institutions publiques spécialisées financées par le ministère des Finances – a certes recours en partie à la tolérance réglementaire pour amortir la contraction du crédit, mais sans comparaison toutefois avec ce qui a prévalu au cours des années 1990.

Dans quelle mesure le Japon est-il aujourd'hui sorti de la crise commencée en 1990 ? Il est intéressant de comparer les jugements de Takeo Hoshi et Anil Kashyap en 1999, puis en 2013 sur le même sujet³². Dans le premier article, ils jugeaient qu'il fallait trois conditions pour que le Japon sorte de la crise bancaire : l'apurement des créances douteuses, le retour des banques à des marges normales et la fin de la « surbancairisation ». Pour autant, aujourd'hui, seule une des trois conditions de sortie de crise, la première, est véritablement satisfaite. La déflation a contribué à la faiblesse des marges et le secteur financier japonais reste principalement axé sur les banques. Mais l'assainissement des créances douteuses et le renforcement du capital des banques ont fait disparaître le risque de crise systémique.

LE COÛT D'UNE CRISE FINANCIÈRE SUR LA CROISSANCE

La crise financière japonaise a un impact durable sur la croissance japonaise, en raison non seulement de la lenteur du processus d'assainissement du secteur financier, mais aussi des mécanismes nombreux par lesquels une crise financière systémique se transmet à l'économie réelle. Les hésitations des décideurs économiques font écho aux interprétations parfois divergentes sur la crise financière qui peuvent conduire à des recommandations de politiques opposées. Selon la période ou le segment de marché considéré, ces interprétations peuvent naturellement être complémentaires. Schématiquement, nous pouvons opposer deux mécanismes : (1) ceux qui portent principalement sur le volume de crédit bancaire, soit lié à la baisse de la demande ou à la baisse de l'offre ; (2) et ceux qui portent davantage sur la qualité des crédits, avec la détérioration du portefeuille des banques causée par les entreprises « zombies ».

32. T. Hoshi et A. Kashyap, « The Japanese banking crisis : where did it come from and how will it end ? », 1999 ; T. Hoshi, « Will Abenomics restore Japan's growth ? », 2013.

Si le problème principal est la demande de crédit (du côté des entreprises), ou plus généralement la demande agrégée, vouloir assainir le secteur financier est au mieux une distraction inefficace, au pire un mécanisme qui renforce le ralentissement³³. Si le problème se situe du côté de l'offre de crédit – du côté des banques – la priorité peut être à moyen terme de rétablir la santé financière ces dernières, afin de leur permettre de jouer leur rôle dans le financement de l'économie, mais elle peut à court terme consister en un assouplissement des contraintes réglementaires afin d'amortir la contraction du crédit. Enfin, si le problème tient à la qualité des crédits, la priorité est de favoriser l'assainissement du système financier. Le poids respectif de ces différents effets est essentiellement une question empirique. Une originalité de la crise japonaise est que les questions de qualité des créances jouent un rôle important et bien documenté.

Contraction de l'offre de crédit et récession par les bilans financiers

Plusieurs mécanismes peuvent expliquer la baisse du crédit bancaire observée au Japon à partir de 1997. Du côté de la demande, la contraction du crédit peut être l'héritage de la bulle : les entreprises surendettées (*debt overhang*) sont contraintes de réduire leur bilan financier et de rembourser leur dette (*balance sheet deleveraging*), ce qui les conduit à dégager des marges en réduisant leurs investissements et en comprimant les salaires, ce qui renforce la stagnation du PIB. Cette thèse est ainsi défendue par Richard Koo et par Gauti Eggertsson et Paul Krugman³⁴. Du côté de l'offre, le cré-

33. P. Krugman, « It's baaack : Japan's slump and the return of the liquidity trap », 1998 ; A. Posen, *Restoring Japan's Economic Growth*, 1999.

34. R. Koo, *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, 2003 ; *The Holy Grail of Macroeconomics* ; 2009 et *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap : A Hazardous Road for the World Economy*, 2015 ; G. Eggertsson et P. Krugman, « Debt, deleveraging, and the liquidity trap : a Fisher-Minsky-Koo approach », 2010.

dit peut se contracter (*credit crunch*), soit en raison du durcissement des normes financières, soit en raison de la baisse du collatéral immobilier provoquée par l'éclatement de la bulle ou par la dégradation des perspectives de croissance. Ces mécanismes sont explorés, par exemple, par Takatoshi Ito ou par Hiroshi Yoshikawa, dans des études présentées *infra*. L'offre et la demande peuvent aussi interagir, en cercles vicieux, avec des mécanismes d'accélérateur financier (*financial accelerator*) ou de cycle du crédit (*credit cycle*), la baisse des perspectives de croissance entraînant alors une baisse de la demande, tandis que la baisse des prix immobiliers conduit à une baisse du collatéral et de l'offre de crédit. Ces mécanismes sont présentés de manière théorique par Nobuhiro Kiyotaki et John Moore ou encore par Ben Bernanke, Mark Gertler et Simon Gilchrist³⁵. En anticipant un peu sur le chapitre suivant, on indiquera que les insuffisances des politiques budgétaire et monétaire peuvent aussi renforcer ces différents canaux de transmission financiers.

La théorie influente de Koo sur la récession *via* les bilans (*balance sheet recession*) se fonde sur le postulat que la bulle financière japonaise a conduit à un surinvestissement et à un surendettement des entreprises³⁶. Pour réduire leur endettement, celles-ci doivent réduire leur investissement, mais également, et plus généralement, l'ensemble de leurs dépenses y compris la masse salariale, ce qui entraîne une baisse des prix des biens. Koo contraste sa théorie avec celle de la spirale déflationniste, ou déflation par la dette d'Irving Fisher³⁷, selon laquelle la chute des prix des actifs financiers conduit à une augmentation de l'endettement réel, à des faillites, à une nouvelle baisse des prix et à une contraction de la production. Pour soutenir l'activité dans un contexte de baisse de la demande privée, l'unique

35. N. Kiyotaki et J. Moore, « Credit cycles », 1997 ; B. Bernanke, M. Gertler, et S. Gilchrist, « The financial accelerator and the flight to quality », 1996.

36. R. Koo, *ibid.*

37. I. Fisher, « The debt-deflation theory of great depressions », 1933.

solution consiste à augmenter la demande publique et à laisser croître la dette publique. La politique monétaire est jugée inefficace dans la mesure où la contraction du crédit vient de la baisse de la demande de crédit et non de l'offre. D'une certaine manière, la théorie de Richard Koo est unidimensionnelle, ne connaissant qu'une seule cause – le désendettement des entreprises – et qu'un seul remède – le déficit public pour compenser la baisse de la demande privée.

On observe, en effet, à partir de l'éclatement de la bulle, une forte contraction de l'investissement productif des entreprises japonaises. Leur taux d'investissement passe de 15 % du PIB avant la bulle à 19 % en 1990, avant de revenir à 14 % en 2000 ; la contribution de l'investissement à la croissance se réduit, passant de 2 points de pourcentage au cours des années 1980 à -0,5 % au cours de la décennie suivante, restant ensuite à un niveau voisin de zéro. Le ratio d'endettement des entreprises, mesuré par le rapport du passif sur les actifs nets, passe sur la même période de 350 % à 210 %, ce qui accrédite la thèse de l'importance du désendettement. En 2006, dans un contexte de reprise, Koo juge que le désendettement est désormais terminé. Pourtant l'investissement des entreprises reste stable.

Depuis le choc Lehman, les liquidités des entreprises japonaises continuent d'augmenter, alors que la motivation initiale du désendettement semble avoir disparu. Sur la période la plus récente, la faiblesse de l'investissement paraît ainsi moins liée au désendettement qu'à la poursuite par les entreprises d'une stratégie d'accumulation des liquidités. Celles-ci représentent ainsi 14 % des actifs des entreprises japonaises contre 11 à 12 % aux États-Unis et en Allemagne³⁸, soit un total de 50 % du PIB. Cette accumulation de liquidités suggère que d'autres causes que le désendettement sont à l'origine de la stratégie des entreprises, par exemple le ralentissement du potentiel de croissance discuté dans le troisième chapitre.

38. G. Sher, « Cashing in for growth : corporate cash holdings as an opportunity for investment in Japan », 2015.

Du côté de l'offre, plusieurs études montrent que le Japon a connu des périodes de contraction du crédit. Takatoshi Ito et Yuri Sasaki³⁹ identifient ainsi un épisode de contraction du crédit en 1992-1993, au moment de la mise en place des ratios de capital « Bâle » qui conduit à une contraction de l'offre de crédit pour les banques les moins capitalisées, et ce d'autant plus que ces normes sont mises en œuvre au moment où l'éclatement de la bulle financière érode le poids des plus-values latentes dans le capital bancaire. Taizo Motonishi et Hiroshi Yoshikawa⁴⁰ distinguent un second épisode de contraction du crédit en 1997-1998, avec la faillite d'un nombre important d'institutions financières. Dans la mesure où, durant les années 1980, les banques ont accordé plus d'importance au collatéral immobilier, la baisse des prix de l'immobilier entraîne aussi un durcissement relatif des conditions de crédit. Kazuo Ogawa et Shinichi Kitasaka⁴¹ documentent également cette contraction de l'offre bancaire observée au cours des années 1990 et approuvent la solution retenue par le gouvernement au cours de la période qui consiste à mettre en place des mécanismes de garantie des prêts aux PME. Une des faiblesses de cette stratégie, surtout si elle est combinée à un assouplissement réglementaire, est qu'elle risque de favoriser les créanciers existants et de ralentir le métabolisme de l'économie.

Entreprises « zombies » et banques « zombies »

La crise bancaire a un impact sur l'économie réelle non seulement en raison de la baisse de la quantité des crédits émis à partir de 1997, mais aussi du fait de la détérioration de la qualité de ces crédits. Cette détérioration est très bien documentée par de nombreux faits stylisés. Ainsi,

39. T. Ito et Y. Sakaki, « Impacts of the Basel capital standard on Japanese banks », 2002.

40. T. Motonishi et H. Yoshikawa, « Causes of the long stagnation of Japan during the 1990s : financial or real ? », 1999.

41. K. Ogawa et S. Kitasaka, « Bank lending in Japan : its determinants and macroeconomic implications », in T. Hoshi et H. Patrick, *Crisis and Change in Financial System*, 2000.

les encours bancaires des secteurs les plus exposés à l'éclatement de la bulle – la construction et l'immobilier – continuent de croître jusqu'en 1998, alors même que les encours du secteur manufacturier poursuivent un déclin amorcé au cours des années 1980. Joe Peek et Eric Rosengren⁴² montrent aussi que les entreprises les plus fragiles connaissent une probabilité plus forte de recevoir un nouveau prêt, et cela d'autant plus que la banque qui leur octroie ce prêt est proche de son seuil de solvabilité et donc soucieuse de ne pas passer en dessous. Enfin, Takeo Hoshi⁴³ montre que la fraction des entreprises qui bénéficient d'une renégociation de leurs créances et qu'il qualifie de « zombies », passe de 5 % en 1991 à 35 % en 1996. Hoshi suggère qu'une des raisons de cette augmentation tient à la volonté des banques de minimiser l'affichage de leurs créances douteuses (Figure 3).

Figure 3

Commentaires : les chiffres officiels japonais montrent une quasi-stabilité des créances douteuses entre 1995 et 2002, autour de 5 % ou de 10 % du PIB, selon les critères considérés ; d'autres estimations suggèrent que les créances douteuses étaient en fait beaucoup plus élevées, représentant entre 20 et 30 % du PIB ; à titre d'illustration, Takeo Hoshi indique que, durant la seconde moitié des années 1990, les entreprises ayant bénéficié d'une renégociation de leur prêt – malgré des taux d'intérêt très faibles – auraient représenté environ le tiers des encours bancaires. En Europe aujourd'hui, et à l'exception de quelques pays, les taux de créances douteuses sont beaucoup plus faibles qu'au Japon au début des années 2000.

Sources : H. Nasako, « The financial crisis in Japan during the 1990s », 2001 ; T. Hoshi, « Economics of the living dead », 2006 ; site de la FSA, 2015 ; A. Shekhar *et al.*, « A strategy for resolving Europe's problem loans », 2015.

42. J. Peek et E. Rosengren, « Unnatural selection : perverse incentives and the misallocation of credit in Japan », 2005.

43. T. Hoshi, « Economics of the living dead », 2006.

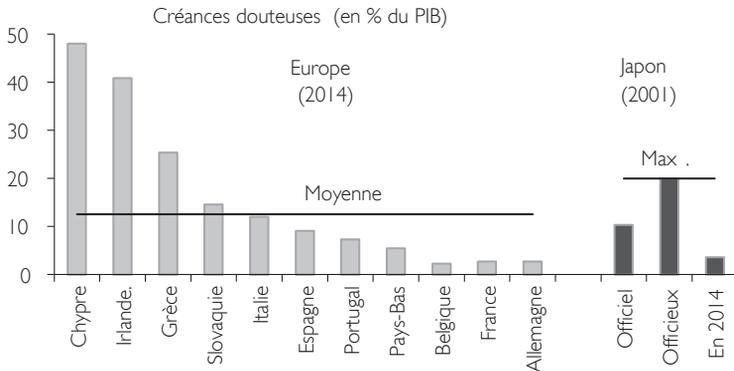
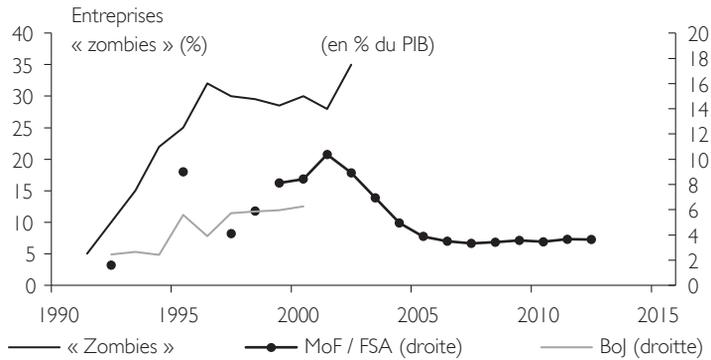


Figure 3 – Créances douteuses et entreprises « zombies » (1990-2015).

L'identification problématique des « zombies » tient à la difficulté à tracer précisément la frontière entre les entreprises saines et les entreprises fragiles ou en banqueroute. Au cours de la première moitié des années 1990, le régulateur japonais est amené à durcir progressivement ses normes, ce qui contribue à une augmentation statistique du nombre des

créances douteuses, en plus de celle liée à la dégradation de l'économie. Le classement des prêts peut aussi révéler des décisions stratégiques de la part des banques : ainsi, la banque Shinsei, qui succède après sa privatisation à la banque en faillite LTCB, entreprend de se réorienter vers les ménages, et classe plus volontiers comme créances douteuses des prêts commerciaux – qu'elle voudrait réduire – que des prêts aux particuliers qu'elle ne souhaite pas dissuader⁴⁴. Enfin, la déflation et la faiblesse des taux d'intérêt rendent plus difficile l'identification exacte des entreprises fragiles dans la mesure où une faible charge de la dette peut être payée relativement plus facilement.

Paradoxalement, l'apparition des zombies constitue un effet pervers du durcissement inégal des normes prudentielles des banques et du manque de cohérence du régulateur. L'accent mis en matière réglementaire au cours des années 1990 porte principalement sur le capital des banques : mise en place des accords de Bâle en 1993, mécanisme de mesures correctives rapides (PCA) en 1998, recapitalisations en 1998 et en 1999. Certaines banques répondent initialement à ce renforcement des règles par une fuite vers les actifs sains (*flight to quality*)⁴⁵, c'est-à-dire par une réticence à prêter aux zombies. En même temps et jusqu'en 2002, la définition des créances douteuses n'est pas fondée sur des critères comparables entre les banques et les créanciers. Ainsi, le régulateur encourage parfois à plus de transparence, en publiant à l'occasion d'inspections sa propre estimation des créances douteuses, supérieure de 20 à 30 % à celles conduites en interne par les banques en 2001-2002, par exemple. À d'autres occasions, en revanche, en accord avec le ministère de l'Économie (MITI/METI) qui exerce la tutelle sur l'industrie et du commerce – ou sous sa pression – il

44. G. Tett, *Saving the Sun : A Wall Street Gamble to Rescue Japan from its Trillion-Dollar Meltdown*, 2003.

45. W. Watanabe, « Does a large loss of bank capital cause evergreening ? Evidence from Japan », 2010.

encourage le renouvellement de prêts à des entreprises en difficulté afin de ne pas pénaliser la croissance.

Une caractéristique des zombies en économie, commune à la littérature d'horreur, conduit à aggraver leur coût en termes de croissance de l'économie : non seulement ces entreprises ignorent qu'elles sont mortes, mais elles dévorent aussi les vivants. Dans un contexte de contraction du crédit à partir de 1997, les crédits vont ainsi préférentiellement à des entreprises fragiles, au détriment d'entreprises saines⁴⁶, alors que ces zombies contribuent moins aux créations d'emplois que ces dernières et ont une productivité plus faible ; les travailleurs jeunes qui auraient pu être engagés par ces entreprises plus dynamiques ne peuvent accumuler de capital humain ; enfin, la présence sur le marché d'entreprises fragiles réduit les profits des entreprises saines et décourage à la fois l'entrée sur le marché et les nouveaux investissements. Il en résulte une déficience du métabolisme économique, c'est-à-dire des mécanismes de destruction et de création d'entreprises, qui est une des causes de la faiblesse de la croissance.

Prenant en compte ces différents mécanismes financiers, peut-on évaluer l'impact de la crise financière sur la croissance économique du Japon ? Il est difficile de fournir une estimation chiffrée précise, mais la durée de la crise bancaire japonaise ainsi que la variété des mécanismes à l'œuvre suggèrent que cet impact est très significatif. Plusieurs études économétriques montrent que les chocs financiers jouent un rôle majeur dans le ralentissement économique. Pour Tamim Bayoumi, qui s'appuie sur un modèle VAR (vecteur autorégressif), la bulle de la fin des années 1980 et la crise financière de la décennie suivante expliquent la plus grande partie de la variation du PIB, et ce *via* la contraction du crédit bancaire et les effets sur le prix des actifs financiers, un impact à peine tempéré par les politiques contracycliques monétaires et budgétaires. Plus récemment,

46. R. Caballero, T. Hoshi et A. Kashyap, « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », 2008.

Nahohisa Hirakata *et al.*⁴⁷, appliquant un modèle DGSE (équilibre général dynamique stochastique) aux deux décennies de ralentissement, trouvent que la variable financière joue le second rôle explicatif après des facteurs structurels. À titre d'illustration et en première approximation, on peut aussi s'appuyer sur la base de données de Laeven et Valencia sur les crises financières systémiques : le ralentissement du PIB durant les dix années qui suivent une crise financière par comparaison avec les dix années qui la précèdent est de 0,7 point de pourcentage au cours de la période 1980-2002, mais de 1,4 point de pourcentage pour la période 1980-2012, soit un impact cumulé sur dix ans qui se situe entre 7 et 14 points de PIB.

NE PAS GASPILLER L'OPPORTUNITÉ D'UNE CRISE FINANCIÈRE⁴⁸

Le Japon est souvent pris en exemple, à la fois comme modèle à éviter, durant la décennie 1990 et, plus rarement et étonnamment, comme modèle à suivre, notamment pendant la décennie 2000. Au soutien du contre-modèle, on peut citer Jean Pisani-Ferry⁴⁹ qui avance que l'Europe, au lieu de privilégier la solution suédoise de gestion de la crise financière, a choisi la « stratégie japonaise : minimiser les problèmes, laisser survivre ce qu'on a appelé les banques zombies, et compter sur le temps pour panser les plaies ». Takeo Hoshi et Anil Kashyap⁵⁰ voient aussi des parallèles forts entre les retards de l'Europe pour recapitaliser les banques – par comparaison avec les États-Unis – et ceux du Japon vingt ans plus tôt.

47. T. Bayoumi, « The morning after : explaining the slowdown in Japanese growth in the 1990s », 1999 ; N. Hirakata, N. Sudo, I. Takei et K. Ueda, « Japan's financial crises and lost decades », 2014.

48. Le titre est emprunté à une déclaration de R. Emmanuel, *Wall Street Journal*, 19 novembre 2008.

49. J. Pisani-Ferry, *Le Réveil des démons. La crise de l'euro et comment nous en sortir*, 2011.

50. T. Hoshi et A. Kashyap, « Will the US and Europe avoid a lost decade ? », 2015.

Avec la faiblesse des réformes structurelles, c'est l'une des deux raisons qui peuvent expliquer, selon eux, le risque d'une stagnation durable après la crise. En revanche, dans le cadre d'une revue annuelle des politiques économique de la zone euro⁵¹, le FMI prend le Japon en exemple, à partir de 2002 (et les États-Unis en 2008), soulignant comment la réduction agressive des créances douteuses a conduit à une reprise du crédit plus rapide. Faut-il avoir peur pour l'Europe d'une crise financière « à la japonaise » ? La comparaison entre le Japon et l'Europe dans son ensemble est sans doute inappropriée pour plusieurs raisons, même si elle peut être justifiée sur certains points spécifiques ou pour certains pays en particulier.

Un premier constat positif est que l'ampleur du choc en 2008 a forcé les Européens à reconnaître beaucoup plus rapidement la gravité de la situation, leur épargnant l'essentiel des sept ans d'hésitation traversés par le Japon entre l'éclatement de la bulle et le déclenchement de la crise bancaire systémique en 1997. Cela n'exclut ni une période initiale de déni, durant laquelle la crise en Europe a d'abord été présentée comme une crise venue des États-Unis – en faisant mine d'oublier que les actifs toxiques étaient aussi détenus par les banques européennes – ni les déclarations rassurantes et répétées sur la solidité du système bancaire européen, très proches de celles entendues au Japon pendant les années 1990. Dans les faits, les gouvernements européens ont surmonté dès 2008 leur réticence à nationaliser des institutions bancaires sous-capitalisées (ainsi Northern Rock, RBS ou Fortis), alors que la première recapitalisation au Japon, celle de LTCB, n'est intervenue qu'en 1998, soit huit ans après la fin de la bulle.

Un deuxième constat rassurant tient à ce que la faiblesse du cadre institutionnel qui existait au Japon aux débuts des années 1990 – quasi-absence de supervision, faiblesse du cadre juridique de résolution, absence d'information puis de transparence sur les créances douteuses – semble

51. Fonds monétaire international, « Euro area policies : 2015 article IV consultation », 2015.

très datée historiquement. Les institutions existent en Europe et ont été renforcées, les données sur la qualité des créances sont disponibles et actualisées. En même temps, si le cadre institutionnel s'est considérablement renforcé pour les banques de dépôts, il restait aussi très souple pour les institutions financières non bancaires et les banques d'affaires aux États-Unis ou en Europe à la veille le choc Lehman. Il est vrai aussi que l'innovation financière a rendu plus difficile qu'il y a vingt ans la mesure de certains risques complexes. Un problème supplémentaire consiste en Europe en l'absence de superviseur unifié au niveau européen avant la crise et en une trop grande proximité entre les superviseurs et les banques nationales. Sur un plan plus positif, l'Europe s'est dotée en 2014 d'un Mécanisme superviseur unifié (MSU), soit sept ans après le choc Lehman, comme la FSA, l'agence de supervision japonaise, séparée du ministère des Finances en 1998, puis investie en 2000 du pouvoir de définir la politique bancaire.

Enfin, un dernier constat favorable porte sur l'ampleur des créances douteuses et le nombre des entreprises zombies : les données disponibles suggèrent que le montant des créances douteuses est plus faible en Europe aujourd'hui qu'il l'était au Japon au cours des années 1990 et, en particulier, sans commune mesure dans les principaux États européens : une étude du FMI montre que sept ans après le début de la crise, les créances douteuses représentent environ 10 % du PIB en Europe – 3 à 4 % en France et en Allemagne – contre officiellement 12 % au Japon à la fin des années 1990, mais officieusement 20 %⁵² (voir Figure 3). La diversité du paysage institutionnel européen et la surveillance mutuelle des pays conduisent probablement à davantage de transparence en Europe et à une incitation plus faible pour le superviseur à publier des chiffres rassurants. Même en prenant en compte le risque de prêts à des entreprises fragiles (celles obtenant une renégociation des conditions de prêt), le chiffre de créances douteuses ne

52. A. Shekhar, W. Bergthaler, J. Garrido, A. Ilyina, A. Jobst, K. Kang, D. Kovtun, Y. Liu, D. Monaghan et M. Moretti, « A strategy for resolving Europe's problem loans », 2015.

saurait être corrigé à la hausse de plus de 1 à 2 % du PIB⁵³ contre 10 % au Japon selon les calculs de Takeo Hoshi⁵⁴. Le problème en Europe pourrait venir moins des entreprises privées que de l'exposition des banques à des gouvernements fragilisés par la crise⁵⁵.

Est-ce à dire que les Européens peuvent juger que la comparaison avec le Japon est sans pertinence ou, pour reprendre l'expression de Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff⁵⁶, que « cette fois c'est différent » ? Il nous semble que non. Les données sur le capital des banques confirment que la consolidation de leur capital a été plus lente en Europe qu'aux États-Unis après le choc Lehman. Les normes de mesure des fonds propres sont aussi plus faibles en Europe qu'aux États-Unis et au Japon, ces deux derniers étant en conformité avec les nouvelles règles de Bâle III, à la différence de l'Europe (il est vrai que les banques américaines ont aussi été avantagées pour d'autres normes qui leur étaient propres avant leur adoption internationale, ainsi les ratios de levier et de liquidité). L'évolution à la hausse des créances douteuses en Europe depuis 2011 traduit en partie la faiblesse du cycle économique, tandis que le Japon a bénéficié après 2002 de la reprise mondiale. En même temps, le taux d'annulation de créances est deux fois plus faible en Europe actuellement qu'il ne l'était au Japon après 2002. Une leçon de la crise bancaire japonaise est que tant que les banques restent trop fragiles pour prêter, elles ralentissent la reprise.

Le débat et les discours actuels en Europe font aussi largement écho à ceux qu'a connus le Japon au cours des années 1990 : souci de ne pas pénaliser la croissance, peur de provoquer une panique financière (avec, dans le contexte européen, le risque de contagion d'un État à l'autre), déclarations

53. T. Homar, H. Kick et C. Salleo, « What drives forbearance. Evidence from the ECB comprehensive assessment », 2015.

54. T. Hoshi, « Economics of the living dead », 2006.

55. B. Cœuré, « Monetary policy and the risk of a lost decade », 2013.

56. C. Reinhart et K. Rogoff, *This Time Is Different : Eight Centuries of Financial Folly*, 2009.

répétées que le problème a déjà été réglé par les recapitalisations successives jugées parfois avec scepticisme par les marchés, etc. Les choix européens en matière financière semblent aussi largement dictés par des considérations politiques⁵⁷ : soutien aux petites et moyennes entreprises, traitement préférentiel de la dette des États, capture du régulateur par le régulé, etc. Pour certains pays pris isolément, les créances douteuses ont atteint des niveaux proches de ceux estimés pour le Japon durant les années 1990 : elles représentent ainsi 40 % du PIB en Irlande, 25 % en Grèce et autour de 10 % en Espagne et en Italie. Le poids des prêts aux entreprises fragiles est également lié la dégradation des conditions économiques, à la faiblesse du cadre réglementaire ou à la baisse de la valeur du collatéral, ce qui pointe aussi vers les mêmes économies qui détiennent des créances douteuses officielles importantes. Si la situation de l'Europe dans son ensemble peut paraître différente de celle du Japon, la comparaison semble beaucoup plus appropriée pour les économies que l'on vient de citer.

Il nous semble qu'une des leçons principales de la crise bancaire japonaise n'a été que partiellement comprise. Ce ne sont pas la reprise économique avortée de 1995-1996, la création d'un nouveau superviseur en 1998-2000 et l'annonce d'un grand plan de soutien au système financier de 12 % du PIB en 1998 – dont seulement 1,5 % a été utilisé pour recapitaliser les banques – qui ont sorti le Japon de la crise bancaire. Ce sont les efforts menés en 2002-2004 pour réduire vigoureusement les créances douteuses, séparer les bonnes banques des mauvaises et améliorer la transparence sur les fonds propres des banques. Au Japon durant les années 1990, mais aussi lors de la crise des Savings and Loan Associations aux États-Unis au cours des années 1980, l'expérience montre que l'assainissement du système bancaire peut être à la fois retardé pendant plusieurs années – deux ans en Suède, cinq ans aux États-Unis, dix ans au Japon – et être mis en œuvre très rapidement.

57. N.Véron, « The European Union is the global laggard on Basel III », 2014.

2. Les hésitations des politiques contracycliques

L'histoire du Japon depuis l'éclatement de la bulle financière a été parfois décrite comme celle des « deux décennies perdues », c'est-à-dire environ la durée d'une génération. Cette caractérisation ne rend pas compte de la diversité de la période, marquée par de nombreux chocs – financiers ou réels, nationaux ou internationaux – mais aussi par de nombreux débats sur les options ouvertes aux décideurs de politique économique. Le chapitre précédent a décrit l'impact des chocs financiers, en plusieurs vagues successives, et leurs effets sur l'économie, certains temporaires mais d'autres plus durables. Les changements d'orientation de politique économique eux-mêmes ont pu aussi contribuer à renforcer certains de ces chocs : par exemple, le retournement de la politique budgétaire en 1997 – passant d'un soutien de la demande à la consolidation des finances publiques – a été engagé inopportunément au moment même de l'éclatement de la crise asiatique et de la crise financière systémique.

Le présent chapitre invite à considérer une deuxième raison de la persistance du ralentissement économique japonais, liée à la fois aux chocs répétés qui frappent l'économie japonaise et aux hésitations – et parfois aux erreurs – de politique économique. Les politiques contracycliques au Japon au cours de la période présentent deux caractéristiques principales. Pour le ministère des Finances et pour la Banque du Japon tout d'abord, le choix alternatif à une politique plus agressive est souvent de ne rien faire. C'est la position prise en matière budgétaire pendant un an et demi jusqu'à mi-1992 et également pendant six mois à la fin de 1997, alors même que les stabilisateurs automatiques sont plus faibles au Japon que dans d'autres économies développées. C'est aussi l'option retenue en matière monétaire pendant trois ans, de 1995 à 1998, une fois que les taux d'intérêt atteignent 0,5 %. Par ailleurs, au fur et à mesure que la crise se prolonge, l'efficacité des politiques contracycliques est perçue comme de plus en plus problématique, du fait notamment d'une baisse des multiplicateurs budgétaires,

de l'augmentation de la dette publique et de l'apparition d'un phénomène de trappe à liquidité.

Les politiques contracycliques sont-elles, pour autant, condamnées à la paralysie ?

La politique budgétaire est plus active au cours de la première décennie et s'oriente ensuite vers la consolidation au cours des années précédant le choc Lehman. La politique monétaire, en revanche, est presque constamment orientée vers une baisse des taux d'intérêt ou leur maintien à des niveaux planchers, d'abord pour amortir l'impact de l'éclatement de la bulle au début des années 1990, puis pour faire face à la déflation. Le Japon entre, en effet, en déflation en 1995, d'abord au niveau du déflateur du PIB, puis en 1999 au niveau de l'indice des prix à la consommation, avec une brève interruption en 2006-2008 suivie d'une rechute. Et de fait, alors que le problème principal de la première décennie – lié au secteur bancaire – va s'estompant en 2004-2005, l'enjeu essentiel au cours de la seconde décennie devient la persistance de la déflation. Par ailleurs, alors que la politique budgétaire était au cœur des critiques durant la première période – trop timide ou avec une consolidation pro-cyclique – c'est la politique monétaire qui est l'objet des principales critiques au cours des années suivantes – pas assez ambitieuse ou marquée par des tentatives trop précoces de durcissement.

On examinera d'abord le cadre et le contexte des politiques contracycliques, avant de s'intéresser spécifiquement à la politique budgétaire, puis à la politique monétaire, pour essayer, enfin, de tirer les leçons de l'expérience japonaise en matière de *policy mix*.

CHOCs ÉCONOMIQUES ET CADRE DES POLITIQUES CONTRACYCLIQUES

Trois éléments, que nous allons étudier successivement, déterminent généralement la réponse des politiques contracycliques d'un pays à des chocs : la nature et la fréquence de ceux-ci ; la perception par les acteurs de leur nature temporaire ou permanente et, donc, de l'importance de mener

ou non des politiques contracycliques fortes ; le cadre institutionnel et la coordination entre les différents instruments de politique économique. Selon nous, le Japon a subi plus de chocs que les économies développées comparables, tout en souffrant d'un biais optimiste plus marqué s'agissant de ses perspectives de croissance, et a montré, en outre, une coordination plus faible des politiques contracycliques. La combinaison de ces éléments a pu conduire le Japon à sous-dimensionner ses politiques contracycliques par rapport à ce qui aurait été nécessaire.

Une accumulation de chocs internes et externes

Au cours de la période d'étude, le Japon connaît non seulement plusieurs chocs différents qui précipitent des récessions, mais il les subit à plusieurs reprises. Les chocs financiers successifs affectent le Japon de façon en partie endogène : éclatement de la bulle boursière et immobilière en 1990 et 1991, crise financière systémique en 1997, période de stress financier en 2003. Mais le Japon subit aussi des chocs de nature plus exogènes, comme la transmission de chocs internationaux, régionaux comme lors de la crise asiatique en 1997 ou mondiaux avec l'éclatement de la bulle internet en 2001 ou le choc Lehman en 2008. On voit ainsi le taux de change réel s'apprécier fortement à la fin des années 1980, puis une nouvelle fois au début des années 1990 alors que le Japon entre en récession⁵⁸. Le choc Lehman conduit à une appréciation forte du yen devenu en 2008 une valeur refuge dans un contexte d'aversion au risque accrue : le choc de contraction du commerce mondial se double donc d'un choc de change. Deux catastrophes naturelles importantes ont également des impacts très différents sur l'économie : le tremblement de terre de Kobe en 1995, aux conséquences globalement modestes sur l'économie, mais positives sur la demande en raison des dépenses de reconstruction ; le tremblement de

58. R. McKinnon et K. Ohno, « The foreign exchange origins of Japan's slump », in R. McKinnon, *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard*, 2005.

terre du Tohoku en 2011, trois fois plus meurtrier, qui a en revanche un impact négatif sur l'offre en raison d'abord du rationnement de l'électricité consécutif à l'arrêt des centrales nucléaires après l'accident de Fukushima, puis de l'augmentation de son coût.

Peut-on considérer que le Japon a été touché plus fréquemment par des chocs que les autres grandes économies durant cette période ? La réponse est positive. Les chocs de 2001 et de 2008 sont communs à la plupart des économies développées. De plus, au début des années 1990, chaque grande région enregistre aussi des chocs légèrement distincts : éclatement de la bulle en 1990 au Japon, récession de l'hiver 1990-1991 aux États-Unis ou encore crises du système monétaire européen en 1992-1993. Le Japon et l'Europe, enregistrent en 2011 de nouveaux chocs pour des raisons très différentes, l'un lié au séisme du Tohoku, l'autre au développement de la crise grecque. Enfin, le Japon est le seul à connaître une crise en 1997, liée à une combinaison de facteurs financiers et extérieurs et au durcissement de la politique budgétaire (Figure 4). Nous rejoignons ici l'analyse de Valérie Cerra et Sweta Saxena⁵⁹ qui mettent en évidence que la fréquence des chocs est une des raisons de la différence des performances entre les économies sur de longues périodes.

De fait, le Cabinet Office ou secrétariat général du Premier ministre (CAO) suggère que le Japon a connu pendant la période étudiée cinq cycles économiques, contre uniquement trois aux États-Unis, selon le National Bureau of Economic Research (NBER), et en Europe, selon le Center for Economic Policy Research (CEPR). Selon le CAO, ces cycles commencent respectivement en 1991, 1997, 2000, 2008 et 2012, avec des débuts liés généralement à des chocs extérieurs. Le Japon a connu aussi plusieurs reprises, ou faux espoirs de reprise : en 1995-1996, avant la crise financière systémique ; en 1999-2000, avec la bulle internet ;

59. V. Cerra et S. Saxena, « Growth dynamics : the myth of economic recovery », 2008.

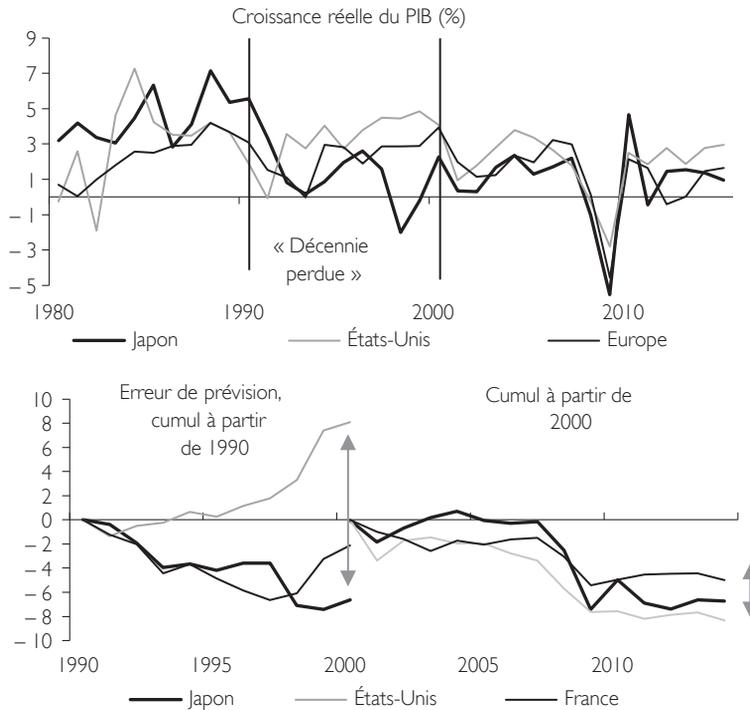


Figure 4 – Périodisation et prévision de croissance du Japon.

Principales dates : Premier ministre Yasuhiro Nakasone (1982-1987) ; bulle financière et immobilière (1985-1990) ; éclatement de la bulle (1990-1991) ; crise asiatique et crise systémique (1997) ; déflation (1998-2007 et 2009-2012) ; Premier ministre Junichiro Koizumi (2001-2006) ; choc Lehman et séisme du 11 mars 2011 (2008-2011) ; Premier ministre Shinzo Abe (2012).

Commentaires : le ralentissement japonais a été particulièrement marqué à partir de l'éclatement de la bulle financière et immobilière et les projections de croissance du Japon ont été régulièrement surestimées.

Sources : FMI, World Economic Outlook (WEO) ; calcul des auteurs.

en 2003-2007, avec une longue reprise liée à l'amélioration de la croissance et de la productivité des entreprises japonaises ; et enfin une reprise beaucoup plus heurtée et irrégulière depuis 2009, marquée par de nombreuses rechutes. Plusieurs analyses insistent sur la rupture de 1997⁶⁰, mais estiment aussi qu'au milieu des années 2000, le Japon est sorti de la « décennie perdue » et que la crise est alors terminée⁶¹. Nous partageons généralement ces jugements, mais l'impact important de la crise de 2007-2008, qui n'a rien à voir avec la dynamique interne de l'économie japonaise, montre la fragilité de la sortie de crise. En bref, si la méthodologie japonaise de datation des cycles économiques, qui accorde une place plus grande à l'investissement, tend à produire historiquement plus de cycles qu'en Europe ou qu'aux États-Unis, cela n'atténue pas notre conclusion sur l'importance des chocs subis par le Japon au cours des vingt-cinq dernières années.

Un biais optimiste qui fait consensus

En ce qui concerne la perception de l'avenir par les décideurs économiques, l'ampleur des difficultés du Japon a été régulièrement sous-estimée. Nous avons vu, au chapitre précédent, que le choix d'une stratégie de tolérance réglementaire (*regulatory forbearance*) avait été, en partie, fondé sur une appréciation optimiste des perspectives de reprise. Ce biais est évident dans les projections économiques officielles du ministère des Finances et de la Banque du Japon, mais aussi dans celles des organisations internationales ou des milieux d'affaires japonais, comme le montrent leurs réponses à l'enquête sur les conditions des affaires (*Tankan*). Une analyse de la Réserve fédérale américaine portant sur l'entrée du Japon en déflation au milieu des années 1990 montre que les économistes de la Fed partageaient aussi les

60. T. Ito, H. Patrick et D. Weinstein (éd.), *Reviving Japan's Economy : Problems and Prescriptions*, 2005.

61. A. Posen, « What went right in Japan », 2004.

projections optimistes de la Banque du Japon⁶². Ce biais est toutefois plus marqué pour la première décennie que pour la deuxième.

À titre d'illustration, les figures présentées dans cette section (voir Figure 4) montrent ce qu'aurait été la croissance du Japon si les prévisions du FMI à horizon d'un an s'étaient révélées exactes. Prenons 1990 comme année de base, afin de représenter le sentier de croissance prévu et réalisé. La croissance moyenne depuis 25 ans aurait été de 1,6 % (contre 1,1 %), et le niveau du PIB réel aurait été plus élevé de 14 %. Cette erreur importante de prévision se compare à la fois à une erreur quasi nulle pour les États-Unis, en dépit d'une sous-estimation de la reprise des années 1990 et de l'impact de la crise financière de 2008, et à un écart de 7 % pour la France. L'erreur de prévision explique environ la moitié du différentiel de performance entre l'Europe et le Japon. Les prévisions de l'OCDE concernant le Japon présentent un biais comparable.

La faiblesse de la coordination des politiques économiques

La coordination des politiques économiques a généralement été faible au Japon pendant la période. Cela a été particulièrement vrai au tournant des années 2000 avec la redistribution des instruments de politique économique organisée par une réforme administrative. Au début des années 1990, le ministère des Finances joue un rôle central dans la politique économique, exerçant une tutelle sur la banque centrale et la responsabilité de la politique financière et essaimant ses cadres auprès de l'agence de planification économique chargée des réformes structurelles. Cette concentration des responsabilités n'est pas forcément positive comme on l'a vu, car la subordination des autres politiques à la politique budgétaire a conduit à une politique monétaire trop expansionniste et à une supervision financière trop timide, deux facteurs qui ont contribué à la formation de la bulle spéculative.

62. A. Ahearne, J. Gagnon, J. Haltmaier, S. Kamin et al., « Preventing deflation : lessons from Japan's experience in the 1990s », 1999.

Au début de l'année 2000, le rôle du ministère des Finances est très fortement réduit dans ces trois domaines, en particulier en raison de son échec dans la gestion de la crise financière : la Banque du Japon est devenue indépendante en 1997 ; une nouvelle Autorité des services financiers (FSA) assure, à partir de 1998, la supervision financière ; enfin, une partie des orientations budgétaires sont fixées à partir de 2001 par le Conseil consultatif de politique économique et budgétaire (CEFP), directement rattaché au Premier ministre. Cette évolution prend place dans le cadre d'une réforme administrative de grande ampleur entreprise par le gouvernement Hashimoto (1996-1998) et engagée en 2000-2001. Outre l'affaiblissement du ministère des Finances, elle conduit à une plus grande centralisation des responsabilités autour du cabinet du Premier ministre qui, depuis l'après-guerre et en l'absence d'une administration propre, occupait une position de relative faiblesse face aux grands ministères.

Si cette séparation des institutions et la fin de la confusion des objectifs sont positives sur le fond, elles conduisent cependant, dans la pratique, à une faible coordination entre les politiques budgétaire et monétaire. Même sous la tutelle effective du ministère des Finances, la Banque du Japon était relativement indépendante avant 1997, mais cette indépendance s'est naturellement renforcée ensuite avec la liberté accordée à la banque de fixer à la fois son objectif – défini vaguement comme la « stabilité des prix » – et les moyens de l'atteindre. De plus, alors qu'auparavant le ministère des Finances et la banque centrale alternaient leurs candidats au poste de gouverneur, les quatre gouverneurs qui se succèdent entre 1997 et 2012 sont des fonctionnaires de la Banque du Japon. Le Conseil de politique monétaire est plus diversifié, associant des universitaires et des membres issus du secteur privé. Une anecdote permet d'illustrer le manque de coordination des politiques : au lendemain de la crise financière en 2010, Naoto Kan, alors ministre des Finances, va jusqu'à se demander s'il peut rencontrer le gouverneur de la Banque du Japon sans violer l'indépendance de la

banque centrale⁶³. À titre de comparaison, aux États-Unis, le gouverneur de la Réserve Fédérale et le secrétaire au Trésor tiennent des réunions hebdomadaires.

RELANCER OU CONSOLIDER LES FINANCES PUBLIQUES ?

Le Japon entre dans la décennie 1990 doté de finances publiques solides : cinq années de surplus budgétaire de 1988 à 1992, une dette publique brute de 70 % du PIB en 1990, mais de seulement 13 % en termes nets si l'on tient compte notamment des actifs financiers détenus par le système de retraite. Cette position favorable est le fruit de dix années d'efforts, dits de « reconstruction budgétaire » de 1980 à 1990, qui font suite à la dérive des dépenses sociales observée au cours des années 1970. Un des défis principaux est l'impact budgétaire du vieillissement japonais, à la fois plus rapide que celui des pays comparables – le taux de remplacement de la population passe durablement en dessous de 2 dès 1975 – et plus important que celui qui était prévu à la fin des années 1980, du fait d'un allongement de l'espérance de vie et d'une baisse de la natalité plus forte qu'attendue. L'expérience des années 1980 et le défi démographique expliquent largement le biais conservateur du ministère des Finances en matière de finances publiques.

Trois cycles d'assouplissement et de consolidation

De 1990 à 2012, le Japon connaît trois cycles d'assouplissement et de consolidation, le premier de 1990 à 1997, le second de 1998 à 2007 et le troisième de 2008 à 2012. Les deux questions principales pour le gouvernement japonais sont les suivantes : Quelle doit être l'étendue des plans de soutien à l'activité ? Quand faut-il commencer à consolider les finances publiques, avec quelle ampleur et suivant quel rythme ?

63. Anecdote rapportée, en 2010, par Robert A. Feldman, économiste à Morgan Stanley.

Une difficulté pour apprécier la politique budgétaire au Japon vient de la nécessité de distinguer entre les mesures annoncées et les « vraies » mesures, ou « vrai eau » (*mamizu*) selon la terminologie japonaise. Cette dernière constitue la composante des plans de relance qui correspond à des dépenses effectives, en excluant les mesures financières de prêts bonifiés ou de cofinancement d'investissements publics pour les collectivités locales – qui ne sont pas toujours utilisés, en fonction des contraintes financières de ces dernières. Au total, près de la moitié des montants nominaux annoncés représentent des mesures financières et non pas des dépenses publiques (Figure 5). Nous ne considérons ici que les mesures effectives. Une deuxième difficulté tient à ce que le décompte des plans de relance inclut parfois la réallocation sur l'exercice suivant de dépenses non réalisées au cours de l'année. Enfin, les délais de mise en œuvre diffèrent aussi de manière importante l'impact des mesures : seul un tiers des montants annoncés exerce un effet sur l'activité de l'année concernée. Comme pour le secteur financier, où le chiffre officiel des créances douteuses doit être comparé au chiffre officieux (voir chapitre 1), les mesures de relance annoncées doivent être bien analysées si l'on souhaite en évaluer la véritable portée.

Au cours de la première sous-période, entre 1992 et 1995, le gouvernement met en place des plans de relance représentant en moyenne annuelle 2 % du PIB, composés pour environ 75 % d'investissements publics et, pour le reste, de réductions temporaires d'impôts sur le revenu (1994). Rapidement, malgré la fragilité de la reprise, le ministère des Finances souhaite amorcer la consolidation des finances publiques. Le Premier ministre, Morihiro Hosokawa, annonce ainsi en 1994 une augmentation de la taxe sur la consommation de 3 % à 5 %, projet qui fait éclater sa coalition et entraîne le report de la mesure. Dans le contexte de reprise en 1995 et 1996, le gouvernement met en œuvre plusieurs mesures de consolidation des finances publiques, notamment la hausse de la taxe sur la consommation – différée trois ans plus tôt, désormais prévue pour avril 1997

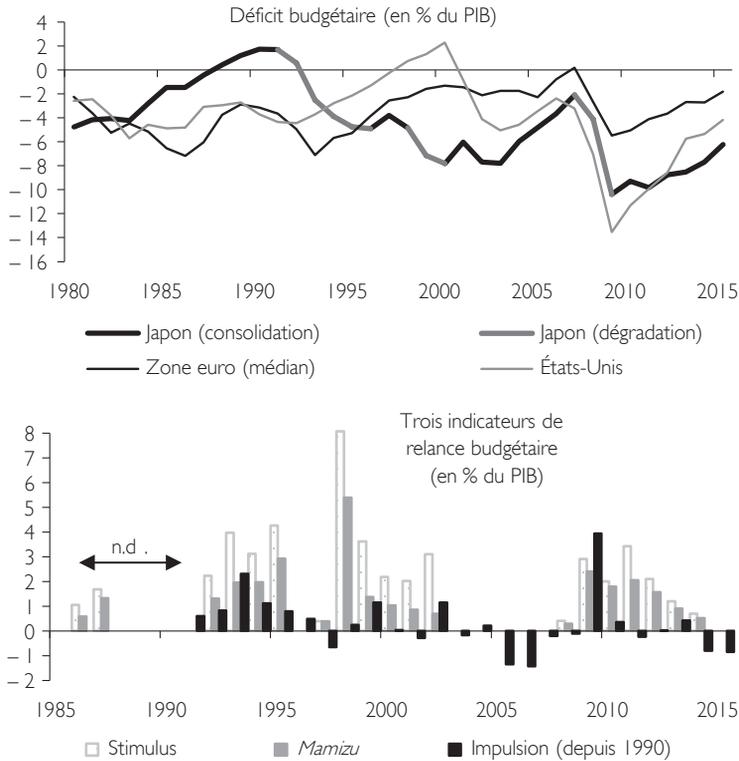


Figure 5 – Déficit budgétaire et plans de relance.

Commentaires : depuis 1995, le Japon connaît un déficit budgétaire plus important que celui des États-Unis ou de l'Europe ; la période étudiée est marquée par plusieurs épisodes de consolidation budgétaire, notamment en 1997, 2000-2007 et depuis 2010 ; malgré l'ampleur des plans de relance, les vraies mesures de relance (*mamizu*) des investissements et de la consommation publics ne représentent que 60 % des plans budgétaires annoncés.

Sources : FMI, World Economic Outlook (WEO) ; calcul des auteurs.

et compensée en partie par des baisses d'impôts – mais aussi l'introduction d'un ticket modérateur sur les dépenses de santé ainsi qu'une règle d'équilibre budgétaire inspirée des critères de Maastricht. La réduction temporaire d'impôt doit aussi expirer l'année suivante. Ce durcissement budgétaire correspond malheureusement au début de la crise asiatique et de la crise financière systémique.

Au cours de la deuxième sous-période, en 1998, le gouvernement met en œuvre un plan de relance de grande ampleur, 5,4 % du PIB, suivi de plans plus modestes de 1 % chaque année de 1999 à 2002. La composante de baisse d'impôts reste égale au quart du montant total des plans de relance et comprend notamment la transformation de la baisse d'impôt temporaire de 1994 en réduction permanente. En 1999, le déficit budgétaire japonais dépasse 7 % du PIB, un niveau historique depuis l'après-guerre, mais, à titre d'illustration, inférieur à celui de la Suède, 11 %, en 1993. Le gouvernement abandonne sa règle budgétaire à la fin de 1998, mais met en place de manière *ad hoc*, dans un contexte de reprise économique, plusieurs mesures de consolidation des finances publiques, principalement de 2002 à 2007 : réforme des retraites en 2004, réforme des collectivités locales en 2003, réduction des dépenses, etc.

La consolidation budgétaire est interrompue au cours de la troisième sous-période. Après un plan de relance modeste en 2008, 0,4 % du PIB, le gouvernement engage pour les quatre années suivantes des mesures de relance d'un montant de 2 % du PIB en moyenne, réparties également entre des dépenses d'investissement et des mesures en faveur des ménages, baisse d'impôts ou mesures de soutien au revenu. Les efforts discrétionnaires de consolidation jusqu'en 2012 sont modestes, à l'exception d'une hausse temporaire de l'impôt sur les sociétés après le séisme de 2011.

Les imperfections de la politique budgétaire

Doit-on considérer que la politique budgétaire a été un facteur du ralentissement économique japonais, en raison de plans de relance trop

faibles et d'une consolidation trop précoce ? Parmi les économistes, la perception dominante de la politique budgétaire est celle d'une action entreprise quasi systématiquement à contre-courant : inefficace en période de relance, trop rigide en période de consolidation. Examinons ici trois exemples de ces jugements critiques. Adam Posen avance que la politique budgétaire « fonctionne mais n'a pas été véritablement mise en œuvre », sauf en 1998 – une critique ressemblant à une citation directe d'une analyse influente sur la politique budgétaire menée au cours de la Grande Dépression⁶⁴. Richard Koo estime de même que la politique budgétaire est nécessaire dans le contexte d'une récession par les bilans, afin de maintenir l'activité face à une baisse de la demande privée et au désendettement ; pour autant, il estime que les dépenses publiques ont été trop faibles et mal ciblées⁶⁵. Paul Krugman, enfin, met plutôt l'accent sur la politique monétaire, tout en soulignant – en vertu du « principe de modération de Brainard », qui consiste à saupoudrer un peu de tout quand on ne connaît pas l'origine d'un problème – qu'une politique budgétaire plus expansionniste qui la complémente serait utile⁶⁶. Penchons-nous successivement sur ces critiques, côté relance, puis côté consolidation, afin de valider ou non leur pertinence.

La taille des plans de relance au Japon s'est généralement inscrite dans la norme de ceux adoptés lors de la Grande Récession de 2008 – le FMI recommandait une relance de l'ordre de 2 % du PIB – voire bien au dessus comme en 1998. Compte tenu des multiplicateurs budgétaires, l'accent sur les investissements plutôt que sur les impôts ne semble pas inapproprié. Pourtant, plusieurs travaux soulignent que ce multiplicateur budgétaire est faible au Japon et est allé décroissant au cours des années 1990. Une étude

64. A. Posen, *Restoring Japan's Economic Growth*, 1999 ; C. Brown, « Fiscal policy in the Thirties : a reappraisal », 1956.

65. R. Koo, *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, 2003.

66. P. Krugman, « It's baaack : Japan's slump and the return of the liquidity trap », 1998.

montre un multiplicateur d'investissement de 0,3 au Japon contre des estimations de l'ordre de 1 à 1,2 dans les autres pays, avec toutefois une très forte variance⁶⁷. Les facteurs pouvant expliquer cette situation sont liés à la décroissance de la productivité marginale des mesures au fil du temps ou à l'effet d'éviction sur l'investissement privé. D'autres auteurs indiquent aussi, en lien avec la critique usuelle des mesures incluses dans des plans de relance, que les dépenses ont été plus élevées là où leur rendement est le plus faible, notamment dans les régions rurales, répondant, dans le meilleur des cas, à un objectif d'aménagement du territoire et, au pire, à une préoccupation électorale de redistribution bien éloignée de la recherche de l'efficacité économique⁶⁸. En revanche, le comportement ricardien des ménages japonais est assez faible – comme le montre également le poids limité du motif de transfert aux descendants⁶⁹ – et n'explique donc pas vraiment la faiblesse des multiplicateurs budgétaires.

Finalement, les mesures de soutien aux ménages, une composante nouvelle des plans de relance japonais après 2008, ne sont pas dirigées vers les familles les plus pauvres et ont donc un impact multiplicateur plus faible. La baisse des impôts sur le revenu en 1994-1998, décidée en partie pour compenser la hausse de la taxe sur la consommation en 1997, a en réalité un impact net récessif compte tenu de la différence de progressivité de ces deux impôts. Le Japon est handicapé, de la même manière, par la faiblesse des stabilisateurs automatiques, liée au rôle plus réduit des dépenses sociales destinées aux agents les plus touchés par la récession. Au total, ce qui est en jeu est moins le montant des plans de relance que leur contenu, qui semble refléter des considérations au moins aussi politiques qu'économiques.

67. T. Bayoumi, « The morning after : explaining the slowdown in Japanese growth in the 1990s », 1999.

68. T. Doi et T. Ihori, *The Public Sector in Japan : Past Developments and Future Prospects*, 2009.

69. C. Horioka, « The (dis)saving behavior of the aged in Japan », 2009.

Deux facteurs supplémentaires ont pu contribuer à affaiblir les multiplicateurs au Japon : les difficultés de la politique monétaire et la continuation de la crise bancaire jusqu'au début des années 2000. Olivier Blanchard et *al.* soulignent ainsi que la politique budgétaire est d'autant plus efficace qu'elle est associée à une politique monétaire accommodante⁷⁰. L'implication pour le Japon est que la faiblesse des multiplicateurs budgétaires serait aussi liée aux limites de la politique monétaire. Nous y reviendrons dans la section suivante. On peut certainement douter, en tout cas, du bénéfice marginal qu'auraient pu produire des plans de relance plus importants, mais mis en œuvre dans un contexte de baisse des multiplicateurs et alors que plusieurs éléments de la crise bancaire n'étaient pas résolus.

Le deuxième groupe de critiques portées à la politique budgétaire est dirigé vers une consolidation jugée trop précoce. La hausse de la taxe sur la consommation en 1997 était justifiée, en partie, par l'amélioration cyclique observée en 1996 et au début de 1997, et avait été préparée par des mesures compensatoires importantes. Mais elle reflète probablement aussi un biais optimiste sur les perspectives économiques, que trahit un relatif consensus à l'époque de sa mise en œuvre, y compris dans les recommandations du FMI et de l'OCDE⁷¹. Plus que cette augmentation de la taxe en avril 1997, le maintien jusqu'en décembre de la même année de plusieurs mesures de consolidation (loi de réforme structurelle des finances publiques, inspirée du traité de Maastricht), alors que la crise asiatique avait commencé à se propager dès juin 1997, témoigne d'une certaine rigidité. En revanche, la consolidation budgétaire conduite par le gouvernement Koizumi de 2000-2005, en particulier la réforme des retraites en 2004, contribue utilement à la soutenabilité budgétaire par la mise en œuvre d'un

70. O. Blanchard, D. Romer, M. Spence et J. Stiglitz (éd.), *In the Wake of the Crisis*, 2012.

71. T. Ito et F. Mishkin, « Two decades of monetary policy and the deflation problem », 2004 ; T. Hoshi et A. Kashyap, *Why Did Japan Stop Growing ?*, 2011.

mécanisme automatique d'ajustement des pensions (modulation automatique du taux de remplacement en fonction de l'inflation, de la croissance et de l'équilibre futur du régime), au prix toutefois d'une dégradation des retraites, déjà modestes en termes de taux de remplacement en comparaison avec l'Europe. Cette consolidation s'effectue dans un contexte de croissance mondiale élevée de 2002 à 2007. Plutôt que de critiquer une consolidation trop précoce, on peut regretter que le Japon n'ait pas profité de cette période de reprise pour aller au-delà en matière de consolidation budgétaire, le Premier ministre s'étant alors interdit de recourir à la taxe sur la consommation.

Au total, nous ne partageons pas la critique principale d'une politique budgétaire japonaise jugée trop faible pour soutenir la reprise et trop précoce pour consolider. Rétrospectivement, on peut bien sûr déplorer le calendrier malheureux de la hausse de la taxe sur la consommation en 1997, le mauvais ciblage de certaines mesures de relance, la faiblesse des multiplicateurs budgétaires ou encore l'absence de stabilisateurs automatiques importants, mais les critiques *a posteriori* ne nous semblent pas toutes justifiées.

Enfin, contrairement aux idées reçues, les plans de relance japonais ne constituent pas la cause principale de l'augmentation de la dette publique au Japon. Si les plans nominaux cumulés atteignent 45 points de PIB pour la période 1990-2012 (avant les *Abenomics*), les mesures effectives (*mamizu*) ne représentent que 23 points de PIB, alors que la dette publique japonaise augmente de 177 points de PIB. Le déficit primaire contribue pour 122 points de PIB à cette augmentation, contre seulement 23 points de PIB en lien avec le déficit discrétionnaire. Le déficit japonais est d'abord structurel et résulte du sous-financement des dépenses sociales et des baisses permanentes d'impôt sur le revenu. L'absence de croissance nominale du PIB et la déflation pénalisent également les recettes budgétaires, par exemple en raison des seuils nominaux pour l'impôt sur le revenu. La croissance joue aussi un rôle direct sur le dénominateur, dans la mesure

où l'augmentation du PIB réduit le ratio de dette de l'année antérieure. Ce dernier effet ne joue pourtant que pour 9 points de PIB au Japon, contre par exemple 43 points de PIB en France. Dans le même temps, la faiblesse des taux d'intérêt liée à la déflation allège la charge de la dette du Japon. Une dernière différence entre le Japon et les autres économies avancées tient au rôle que jouent les opérations financières qui correspondent généralement à l'évolution du champ de l'État (par exemple, l'injection de capital dans le secteur financier qui augmente la dette, mais pas le déficit), deux fois plus important au Japon que dans les autres pays⁷².

ACCEPTER LA DÉFLATION OU EXPÉRIMENTER DES MESURES NON CONVENTIONNELLES ?

La politique monétaire japonaise a fait l'objet des critiques les plus vives. Ben Bernanke parle en 1999 de « paralysie volontaire » pour caractériser l'action de la Banque du Japon, une formulation qu'il semblera regretter par la suite quand il sera devenu lui-même banquier central⁷³. De 1990 à 1995, la banque centrale met en œuvre une politique d'assouplissement classique face à un ralentissement économique, *via* une baisse des taux d'intérêt. À partir de ce moment, on l'a vu, la banque centrale entre dans le monde nouveau de la déflation, au niveau du déflateur du PIB en 1995, puis également – après la fin de l'impact temporaire sur les prix de la hausse de la taxe sur la consommation en 1997 – au niveau de l'indice des prix à la consommation en 1998. Les autorités monétaires sont confrontées à plusieurs questions difficiles. Quelles sont les causes de la déflation ? Est-il nécessaire d'agir ? Est-il possible d'agir ? Et, dans ce cas, que faire ?

72. B. Monfort, « Gross debt or net debt : which is the best measure of Japanese public debt ? », 2011.

73. B. Bernanke, « Japanese monetary policy : a case of self-induced paralysis », in R. Mikitani et A. Posen (éd.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US experience*, 2000 ; B. Bernanke, *The Courage to Act*, 2015.

En d'autres termes, quels sont les causes et les coûts de la déflation et quels en sont les remèdes ?

Un changement institutionnel important survient en 1997-1998, quand une nouvelle loi sur la Banque du Japon, révisant celle en vigueur depuis 1942, entre en application (avril 1998). Ce texte renforce et consacre l'autonomie de la Banque du Japon par rapport au ministère des Finances qui disposait jusqu'ici d'un pouvoir de veto sur les décisions monétaires. La stabilité des prix et la stabilité financière sont désormais les objectifs premiers de la Banque centrale. Jusqu'à cette indépendance pleine et entière, la Banque du Japon avait présenté un bilan contrasté, avec d'abord une inflation qualifiée de « sauvage », en 1972-1974 (avec une pointe à 23 %), liée au financement budgétaire puis au choc pétrolier ; avec un succès éclatant ensuite, en 1978-1979, dans la maîtrise du second choc pétrolier obtenue sans inflation ni récession ; et enfin des résultats en demi-teinte au cours de la seconde moitié des années 1980⁷⁴. Les expériences antérieures de dérapage inflationniste en 1972-1974, puis d'un assouplissement trop prolongé en 1986-1989 vont conduire alors la Banque du Japon à interpréter de manière conservatrice son mandat anti-inflationniste, un peu à la manière de la Bundesbank marquée par l'épisode d'hyperinflation allemande du début des années 1920. Après l'indépendance, la Banque du Japon sera dirigée successivement par Masuru Hayami (1998-2003), Toshihiko Fukui (2003-2008) et Masaaki Shirakawa (2008-2012), tous trois cadres de la Banque du Japon.

La baisse des taux d'intérêt et la trappe à liquidité

Avant de discuter des politiques non conventionnelles mises en œuvre par la Banque du Japon, il importe de comprendre comment et pourquoi le Japon est entré en déflation. De juillet 1991 à mi-1995, la Banque du Japon

74. T. Cargill, M. Hutchison et T. Ito, *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, 1997.

baisse graduellement son taux directeur de 9 % à 2 %. En 1995, elle procède à une nouvelle baisse à 0,5 %, taux qui restera inchangé jusqu'en 1999. À partir de 1995, craignant qu'un taux fixé durablement en dessous de 0,5 % ne détruise le fonctionnement du marché interbancaire, elle maintient ce taux non seulement dans le contexte de reprise de 1996-1997, mais aussi durant la forte récession qui affecte le Japon en 1998-1999 malgré l'entrée concomitante en déflation (Figure 6). Une étude de la Réserve fédérale américaine, utilisant ses propres projections d'activité et d'inflation, montre que, jusqu'en 1995, la politique monétaire japonaise est, en fait, plus accommodante que ce que nécessiterait l'application d'une règle de Taylor⁷⁵ avec des anticipations⁷⁶ ; en revanche, le recours à des données observées plutôt qu'à des projections historiques – finalement trop optimistes, comme celles de nombreux acteurs durant la première moitié des années 1990 – conduit à juger que la politique monétaire japonaise a été trop restrictive. Le consensus rétrospectif est désormais que la Banque du Japon a été trop lente et a trop tardé dans son assouplissement de la politique monétaire. Les points de vue contemporains n'étaient pas aussi critiques ; ainsi les auteurs d'un ouvrage publié à la veille de la crise bancaire systémique soulignaient-ils que le conflit potentiel entre la fragilité bancaire et l'objectif d'inflation pouvait conduire la Banque du Japon au laxisme dans sa lutte contre l'inflation⁷⁷. Les États-Unis retiendront cette leçon japonaise en 2002 et en 2008, réalisant un assouplissement conventionnel beaucoup plus rapide.

75. Une règle de Taylor est une règle de décision qui suppose que le taux d'intérêt choisi par la banque centrale est la somme d'un taux d'intérêt cible et de deux termes pondérés qui mesurent l'écart de l'inflation anticipée ou réalisée à la cible d'inflation et l'écart du PIB à un niveau potentiel.

76. A. Ahearne, J. Gagnon, J. Haltmaier et S. Kamin *et al.*, « Preventing deflation : lessons from Japan's experience in the 1990s », 1999.

77. T. Cargill, M. Hutchison et T. Ito, *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, 1997.

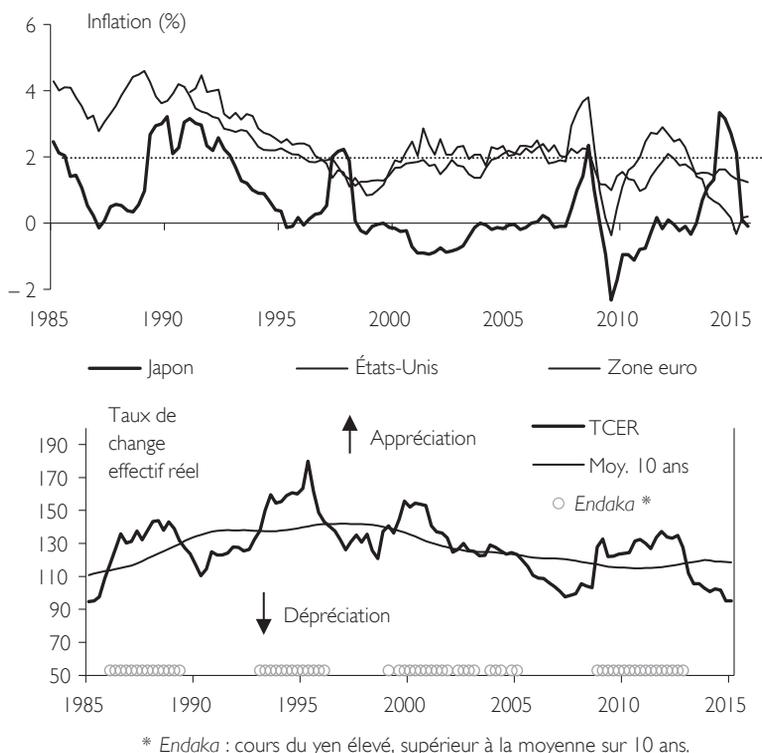


Figure 6 – Inflation et taux de change réel (1985-2015).

Commentaires : le Japon a connu une période de baisse des prix autour de la période 1994-1995, puis, une fois disparu l'impact temporaire de la hausse de la taxe sur la consommation, deux périodes de déflation plus durables, l'une de 1999 à 2006 et l'autre de 2009 à 2012, séparées par la hausse des matières premières survenue à la veille du choc Lehman ; l'appréciation du yen (*endaka*) en 1994, en 1998 et en 2008 a contribué à la déflation, *via* notamment la baisse des prix importés, tout en pénalisant les exportations et en réduisant le taux d'utilisation des capacités.

Sources : Statistics Bureau of Japan ; Eurostat ; BEA ; Bruegel.

La Banque du Japon décide de ne pas agir davantage de 1995 à 1999, une fois que son taux directeur a atteint 0,5 %. En 1996 et en 1997, le Japon connaît en effet un début de reprise, ce qui justifie cette décision. Face au choc systémique de 1997, la banque centrale met aussi en œuvre des mesures de soutien au secteur financier (comme elle le fera en 2008), mais l'accent est mis sur la stabilité financière et non sur la politique monétaire. L'inertie de 1997 à 1999 repose sur deux postulats principaux : d'une part, que la déflation modérée est en partie le reflet de facteurs d'offre, liés à la croissance de la productivité ou à l'importation de produits moins chers, et ne nécessite pas d'action spécifique de la banque centrale ; d'autre part, la conviction qu'encore bien même la banque centrale souhaiterait-elle une politique plus expansionniste, elle ne pourrait pas la mettre en œuvre en raison à la fois des taux d'intérêt – déjà fixés à un niveau plancher – et du phénomène de la trappe à liquidité. Même si la Banque centrale décide, à partir de 1999, d'engager des politiques non conventionnelles, ces deux postulats, que nous allons examiner successivement, vont continuer de jouer un rôle important dans les décisions de politique monétaire prises entre 2000 et 2012.

Quelles sont les causes de la déflation ? Avant le milieu des années 1990, le Japon a connu deux périodes de déflation : une de 1929 à 1933, avec une baisse cumulée des prix de 25 %, et une autre en 1987, avec une baisse des prix de 0,7 % au maximum, mais une inflation annuelle proche de zéro. Dans un premier temps, la banque centrale regarde la déflation comme plus proche de l'expérience récente que de celle des années 1930. D'ailleurs, jusqu'au choc Lehman, la déflation annuelle ne dépasse jamais 1 %, et la déflation cumulée n'est que de 3 % au niveau de l'indice des prix à la consommation (IPC, hors impact de la taxe sur la consommation), bien qu'elle soit de 15 % au niveau du déflateur du PIB. La mesure de l'inflation présente un biais positif, traditionnellement estimé à 0,5 %, mais pouvant aller jusqu'à 1 ou 2 %

selon certaines études⁷⁸, de sorte que la variation des prix mesurée par l'IPC sous-estime l'importance de la déflation.

À la fin des années 1990, la banque centrale considère que la déflation est partiellement liée à des gains de productivité causés, par exemple, par l'effet des technologies de l'information, par l'impact de la déréglementation sur le marché des biens ou par des facteurs transitoires agissant sur les termes de l'échange, telle notamment la baisse des prix des produits importés de Chine. La poursuite de la libéralisation des marchés financiers au même moment rend également plus difficile le suivi des indicateurs monétaires. Des études empiriques suggèrent que ces deux raisons jouent un rôle, mais ne sont pas suffisantes pour expliquer la persistance de la déflation⁷⁹.

La Banque du Japon ne nie pas la possibilité de chocs de demande, mais a tendance à les minimiser. Or, ces derniers jouent un rôle important dans la poursuite de la déflation. L'ampleur du choc de 1997 contribue à une forte baisse de la demande. Au niveau des entreprises, la baisse des prix est entretenue par les efforts des entreprises pour se désendetter, en lien avec le mécanisme de déflation induite par la dette tel que décrit par Richard Koo⁸⁰. La croissance de la part des travailleurs non réguliers (l'expression désigne le temps partiel ou les emplois temporaires) dans l'emploi salarié total a aussi tendance à déprimer la croissance des salaires et le revenu disponible⁸¹. Au total, on le voit, les vues sont divergentes

78. J. Handbury, T. Watanabe et D. Weinstein, « How much do official price indexes tell us about inflation ? », 2013.

79. G. Saxonhouse, « Good deflation, bad deflation and the Japanese recovery », 2005 ; D. Weinstein et C. Broda, « Exporting deflation ? Chinese exports and Japanese prices », 2008 ; N. Canry, J. Fouquau et S. Lechevalier, « Sectoral price dynamics in Japan : a threshold approach », 2011.

80. R. Koo, *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, 2003.

81. H. Yoshikawa, *Defure*, 2013.

concernant les causes de la déflation, entre la Banque centrale et la majorité des économistes.

La déflation est-elle coûteuse, et la banque centrale peut-elle et doit-elle agir ? Celle-ci insiste initialement sur l'idée que la déflation est d'origine structurelle, reflétant en partie des chocs d'offre positifs. Ceux-ci contribuent à une « bonne déflation » à laquelle elle n'a aucune raison de s'opposer. Cette perception est aussi celle dominante dans l'opinion publique jusqu'à la fin des années 1990. La banque centrale estime d'ailleurs qu'elle ne dispose pas des moyens de lutter contre la déflation, les taux d'intérêt étant, on l'a vu, déjà proches de zéro et les difficultés du secteur bancaire fragilisant le mécanisme de transmission monétaire. Nous partageons le point de vue opposé, celui des analyses qui insistent sur le coût élevé de la déflation. L'expérience du Japon, de 2000 à 2006 ou depuis 2012, comme celle des États-Unis depuis 2008 nous invitent aussi à conclure que le discours sur la paralysie de la politique monétaire à proximité du taux d'intérêt zéro n'est pas justifié. Dans un contexte de fragilité financière, la déflation conduit ainsi à l'augmentation des taux d'intérêt réel et à une redistribution des emprunteurs vers leurs créiteurs, ce qui pénalise l'investissement. La faiblesse des taux nominaux contribue en outre à la survie des entreprises « zombies », avec un effet sur la croissance (voir chapitre précédent). Enfin, en plus d'un impact sur l'activité et en raison de la progressivité de l'impôt sur le revenu, la déflation contribue aussi à dégrader les recettes budgétaires. Nous approuvons ainsi les propositions faites en faveur d'une politique monétaire beaucoup plus active : Ben Bernanke propose un catalogue de mesures pour sortir de la déflation (achats de produits non conventionnels, comme des titres à long terme ou des certificats de dépôts, interventions non stérilisées sur le marché des changes, etc.)⁸², tandis que Paul Krugman souligne

82. B. Bernanke, « Japanese monetary policy : a case of self-induced paralysis », 2000 ; sur la différence entre Bernanke universitaire écrivant sur le Japon et Bernanke banquier central aux États-Unis, voir L. Ball, « Ben Bernanke and the zero bound », 2012.

que la situation de trappe à liquidité n'est pas synonyme de paralysie et suggère d'adopter un régime de ciblage d'inflation⁸³.

Au-delà de ces divergences d'analyse sur les causes, le coût et les remèdes de la déflation, des raisons plus politiques peuvent expliquer les réticences initiales de la Banque du Japon à mettre en œuvre une politique plus active. La banque centrale a acquis son indépendance en avril 1997 et juge essentiel de construire sa crédibilité anti-inflationniste, en lien avec un mandat centré sur la stabilité des prix, sans référence à l'activité. Elle est aussi soucieuse de protéger son bilan financier et garde un souvenir amer des opérations de sauvetage bancaire conduites au début des années 1990 et des pertes qu'elles ont provoquées. Elle craint en outre qu'une politique monétaire expansionniste retarde l'assainissement du système bancaire⁸⁴. Enfin, le gouverneur Hayami juge également qu'une politique monétaire plus expansionniste risque de réduire l'incitation des banques commerciales à nettoyer leurs bilans ou celle des gouvernements à mettre en œuvre des réformes de structure. Au total, même si la Banque du Japon n'est pas responsable initialement de l'entrée en déflation, elle contribue incontestablement à l'ancrer dans les anticipations des agents, à travers ce que Bernanke a justement dénoncé comme une « paralysie volontaire ».

Une mise en œuvre des politiques non conventionnelles à reculons

À partir de 1999, le Japon engage trois programmes de politiques non conventionnelles et amorce deux fois la sortie de ces politiques. L'expérience japonaise est donc utile non seulement pour apprécier l'efficacité de ces dernières, mais aussi pour comprendre la difficulté du retour à la normale après leur mise en œuvre. La Banque du Japon utilise progressivement

83. P. Krugman, « It's baaack : Japan's slump and the return of the liquidity trap », 1998.

84. T. Hoshi et T. Ito, « Financial regulation in Japan : a sixth year review of the Financial Services Agency », 2004.

la panoplie complète des instruments non conventionnels⁸⁵. Elle applique ainsi successivement : une politique de taux zéro (*Zero Interest Rate Policy* ou ZIRP) de 1999 à 2000 ; puis, après un durcissement éphémère, une politique dite d'expansion quantitative de 2001 à 2006 (*Quantitative Easing* ou QE) ; et de 2010 jusqu'à la nouvelle politique des *Abenomics* en 2013, une politique dite d'assouplissement complet (*Comprehensive Monetary Easing* ou CME). Les deux dernières politiques ne remettent cependant pas en cause la première (ZIRP). Enfin, comme nous le verrons dans le dernier chapitre, le gouverneur actuel de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, ajoute un nouvel acronyme avec sa politique dite d'assouplissement quantitatif et qualitatif (*Quantitative and qualitative easing* ou QQE) à partir de 2013, s'appuyant sur une politique beaucoup plus ambitieuse que celles menées auparavant (voir la Figure 7).

Les mêmes dilemmes expliquent à la fois le retard de la banque centrale à appliquer des politiques plus agressives à partir de la deuxième moitié des années 1990 et ses hésitations à poursuivre de manière consistante ces politiques au cours de la décennie suivante. Ces tergiversations sont particulièrement évidentes lors des deux tentatives faites pour terminer ces politiques en 2000 et en 2006 ainsi que lors du troisième volet de 2008 à 2012.

En février 1999, l'aggravation de la situation économique, avec notamment une augmentation du nombre des faillites, conduit la Banque du Japon à mettre en œuvre la politique de ZIRP, qui revient à abaisser le taux directeur de 0,5 % à 0 ou 0,2 %, et à s'engager à ne pas le relever tant que le Japon n'est pas sorti de la déflation. Dès août 2000, le gouverneur Masuru Hayami juge cependant que cet objectif est atteint, alors que l'inflation annuelle n'est que de 0,5 % – c'est-à-dire nulle après correction du biais de mesure –, et décide d'augmenter le taux directeur de la banque.

85. K. Ueda, « The effectiveness of non-traditional monetary policy measures : the case of the Bank of Japan », 2012.

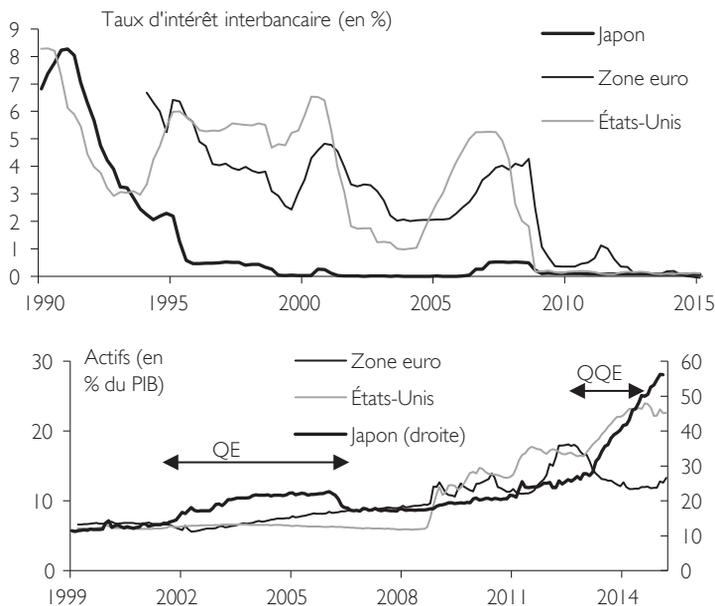


Figure 7 – Politique monétaire conventionnelle et non conventionnelle (1990-2015).

Commentaires : les taux interbancaires sont inférieurs à 1 % depuis 1995 au Japon, et depuis 2008 et 2009 aux États-Unis et en Europe ; la base monétaire en part de PIB a doublé depuis le début des *Abenomics* – politique de QQE ou *Quantitative et Qualitative Easing* – passant de 28 % à 56 % du PIB ; rappelons qu’en 1999, cette base monétaire représentait 6 % du PIB dans la zone euro et aux États-Unis, mais 12 % au Japon compte tenu d’une forte préférence pour la liquidité dans ce pays. D’où des axes d’ordonnées différents sur le graphique : à droite pour le Japon et à gauche pour la zone euro et les États-Unis – un indice en part de PIB présente, en effet, l’inconvénient de faire apparaître comme une expansion monétaire l’impact d’une contraction du PIB (augmentation du dénominateur).

Sources : OCDE ; Banque du Japon ; Réserve fédérale ; BCE.

Celle-ci est soucieuse, en particulier, de l'augmentation rapide de l'indice Nikkei, 30 % en un an, et du risque de favoriser la constitution d'une nouvelle bulle spéculative, semblable à celle induite par la politique qu'elle a menée à la fin des années 1980. La Banque du Japon décide prématurément de sortir de la politique de ZIRP, alors qu'au niveau mondial, l'orientation à la baisse des marchés boursiers américains depuis mars 2000 annonce la récession qui va accompagner la fin de la bulle internet.

Le durcissement monétaire apparaît cependant rapidement prématuré dans un contexte conjoncturel fragile et, dès mars 2001, la banque centrale renouvelle les orientations directrices sur les taux d'intérêt et lance une nouvelle politique non conventionnelle, baptisée expansion quantitative (QE) et fondée sur l'augmentation des réserves des banques auprès d'elle, dans le but de favoriser le crédit. Les plafonds d'emprunt des banques sont régulièrement relevés. Le changement d'orientation de la Banque du Japon est lié, en partie, à la pression politique, le Premier ministre Koizumi voulant faire adopter en 2001 un « programme antidéflation ». C'est également le moment où la perception de la déflation par l'opinion publique devient négative. À partir du lancement de la politique QE, la base monétaire, initialement de 14 % du PIB, va augmenter de 4,5 points sous le gouverneur Hayami entre 2000 et 2003, puis de nouveau de 4 points de PIB sous le gouverneur Fukui entre 2003 et 2006.

En mars 2006, dans un climat de reprise économique et face à une augmentation des prix portée en partie par des chocs d'offre, comme la croissance du prix du pétrole, la banque centrale juge de nouveau son objectif atteint. La sortie de la politique d'expansion quantitative se fait très rapidement, avec une baisse de la base monétaire de près de 10 points de PIB en deux ans. L'inflation n'est pourtant alors que de 0,5 %. La hausse du prix du pétrole à la veille du choc Lehman porte l'inflation à un maximum de 2,1 % à l'automne 2008, mais avec une inflation sous-jacente qui demeure faible.

Après le choc Lehman, la Banque du Japon concentre son action sur les mesures de soutien au secteur financier, mais attend plus de deux ans

après la Réserve fédérale, en octobre 2010, pour mettre en œuvre une nouvelle politique d'expansion quantitative (CME). Cette politique conduit, de 2010 à 2012, à une augmentation du bilan de 5,5 % du PIB, soit – dans un contexte de contraction du PIB – un effort moins important que dans le cadre de la politique QE. Le mécanisme est légèrement différent de la politique précédente, avec notamment des interventions ciblées sur certains segments de marché en difficulté. Le gouverneur Shirakawa (2009-2013) justifie sa prudence en insistant sur les risques liés à la politique d'expansion quantitative. Il juge encore, comme lors de la décennie précédente, que la déflation est d'abord d'origine structurelle, mais les raisons mises en avant sont désormais principalement liées au vieillissement, avec une baisse de la consommation des personnes âgées. Il réitère les craintes antérieures sur le risque de dérapage inflationniste et sur le fait que l'inflation peut réduire les incitations pour le gouvernement à consolider les finances publiques et pour les entreprises à se restructurer. Il s'attache, enfin, au fait que les anticipations inflationnistes des ménages sont positives et bien ancrées, alors que ces indicateurs, on l'a vu, sont notoirement biaisés. Dans ce contexte, la Banque du Japon fait régulièrement suivre ses mesures d'assouplissement quantitatif de déclarations sur les risques et sur ses propres doutes sur la politique qu'elle met en œuvre... Au cours de la période, la déflation continue, à -0,3 % par an en moyenne.

Ces premières expériences d'expansion quantitative ont-elles atteint leurs objectifs ? Une partie des réticences de la Banque du Japon en 2008-2012 vient de sa lecture négative de l'expérience de 2000-2006 : le rôle de la politique de QE aurait été marginal, malgré une augmentation de 8 points de PIB de la base monétaire. D'un autre côté, et assez légitimement selon nous, plusieurs auteurs estiment que la politique monétaire a été trop timide et le durcissement de 2006, prématuré. Koichi Hamada notamment, un futur conseiller de Shinzo Abe, considéré comme le cerveau des *Abenomics*, présente le débat japonais comme une controverse qui semble opposer une partie de la Banque du Japon

à l'ensemble de la profession des économistes⁸⁶. Il est clair, avec le recul, que le risque d'une inflation de 10 à 20 %, régulièrement agité par la Banque du Japon, ne s'est pas matérialisé et semble un peu décalé⁸⁷. À titre d'illustration, le gouverneur Kuroda a augmenté la base monétaire de 30 points de PIB en seulement trois ans, ce qui n'a pas conduit à une inflation à deux chiffres, tant s'en faut.

Au vu de l'interprétation récente des politiques d'expansion quantitative menées depuis le choc Lehman, la Banque du Japon a choisi certains instruments qui sont jugés relativement moins efficaces, et a aussi procédé à une augmentation de son bilan dans une proportion plus faible et sur une durée plus limitée. Le Japon a interrompu sa politique d'expansion quantitative au bout de cinq ans, alors que sept ans plus tard les États-Unis sont à peine en train d'en dessiner la sortie. Le Tableau 2 présente une typologie de ces différentes mesures, pour le Japon, pour les États-Unis et pour l'Europe, utilisant la distinction usuelle pour les mesures non conventionnelles⁸⁸ entre : les orientations directrices (*forward guidance*), qui sont au cœur du ZIRP en 1999-2000, mais restent présentes avec les autres programmes ; une augmentation du bilan de la banque centrale (*quantitative easing*) avec les trois programmes QE, CME et QQE ; et, enfin, une augmentation du bilan ciblée sur les segments les plus fragiles du marché financier, avec certaines mesures spécifiques de ces trois programmes. Dans la pratique, la typologie et les noms donnés à chaque mesure varient selon les auteurs et les pays ; ainsi, le QE japonais est conceptuellement différent des programmes dits QE1 et QE3 aux États-Unis.

86. K. Hamada, « Policymaking in deflationary Japan », 2004.

87. T. Ito et F. Mishkin, « Two decades of monetary policy and the deflation problem », 2004.

88. Fonds monétaire international, « Unconventional monetary policies. Recent experience and prospects », 2013.

Tableau 2 – Mesures de politique monétaire (1990-2015).

Objectifs et moyens	Japon	États-Unis	Europe
Politiques conventionnelles *	1990-1999 et 2001~	2008-2015	2008-2011 et 2011~
Politiques non conventionnelles			
1- Assouplissement monétaire 11- Orientations directrices (« Forward guidance » ou FG) 12- Achat d'obligations	1999-2000 ZIRP 2011~ FG 2001-2006 QE** 2010-2013 CME ** 2013~ QQE **	2003-2006 FG 2001~ FG 2010~ QE2 2008-2009 TALF	2011~ FG 2014~ CBPP
2- Stabilité financière 21- Accès à la liquidité 2- Achat d'actifs privés	– 2002-2004 TFP	2011 MEP 2012 QE32 2008-2009 QE1	2010-2012 SMP 2008~ LTRO 2012~ OMT

Sources : Auteurs ; Fonds monétaire international, « Unconventional monetary policies. Recent experience and prospects », 2013 ; T. Hito, « We are all QE-sians now », 2014 ; K. Ueda, « The effectiveness of non-traditional monetary policy measures : the case of the Bank of Japan », 2012.

Acronymes :

Japon : ZIRP (Zero Interest Rate Policy) ; QE (Quantitative Easing) ; TFP (Term Fund Provision) ; CME (Comprehensive Monetary Easing) ; QQME (Quantitative and Qualitative Monetary Easing).

Europe : SMP (Securities Markets Program) ; OMT (Outright Monetary Transactions) ; LTRO (Long-Term Refinancing Operations) ; CBPP (Covered Bond Purchase Program).

États-Unis : TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) ; FG (Forward Guidance) ; MEP (Maturity Extension Program).

* Période ininterrompue de baisse des taux d'intérêt et date de la dernière baisse. Par exemple, baisse continue des taux au Japon de 1990 à 1999, nouvelle baisse en 2001 après un durcissement monétaire en 2000 (non indiqué dans le tableau).

** Inclut des éléments de forward guidance. ~ : Programme toujours en cours.

La déflation japonaise est le résultat d'une conjonction de facteurs conjoncturels et structurels, certains échappant au contrôle de la politique monétaire. On doit reconnaître à la Banque du Japon le crédit d'avoir, la première, eu recours à des politiques non conventionnelles, dont les effets

n'étaient pas encore bien compris. Kazuo Ueda, économiste de l'université de Tokyo qui a été membre du Conseil de politique monétaire de 1998 à 2003, montre ainsi que, parmi les instruments non conventionnels, les orientations directrices ou les interventions ciblées sur les segments de marchés en crise sont généralement plus efficaces que l'augmentation des bilans, une des stratégies choisies par les gouverneurs Fukui et Shirakawa et, depuis 2012, par le gouverneur Kuroda⁸⁹. Le retard mis à percevoir l'entrée en déflation en 1995 ou en 1998 constitue aussi globalement une erreur partagée. Moins compréhensibles, en revanche, nous paraissent les craintes répétées de la banque centrale en matière d'inflation, qui l'ont conduite à deux reprises à durcir la politique monétaire dès que l'inflation redevenait nulle après correction du biais de mesure, ou encore la tendance de la Banque du Japon à saper l'impact de sa propre politique en affichant son scepticisme et à ancrer des anticipations déflationnistes en insistant sur les facteurs structurels de la déflation.

Quel a été, finalement, le coût sur la croissance de la déflation prolongée ? Au chapitre précédent, nous avons montré que la déflation renforce les mécanismes négatifs liés au secteur financier, ce qui rend difficile l'estimation d'un effet pur du coût de la déflation. Nous ne disposons aussi, malheureusement, que de peu d'estimations chiffrées. En utilisant une règle de Taylor, Taimur Baig montre que l'impact des taux d'intérêt réel sur l'activité aurait été de 6 % du PIB entre 1998 et 2003, soit un impact annuel de 1,2 point⁹⁰. Takeo Hoshi et Anil Kashyap⁹¹ mettent l'accent sur l'erreur de politique et indiquent que la déflation a eu un coût marginal, mais ne proposent pas d'estimation chiffrée. Une étude de la Banque du Japon suggère que le coût de la déflation au Japon serait plus faible, de

89. K. Ueda, « The effectiveness of non-traditional monetary policy measures : the case of the Bank of Japan » 2012.

90. T. Baig, « Understanding the costs of deflation in the Japanese context », 2003.

91. T. Hoshi et A. Kashyap, *Why Did Japan Stop Growing ?*, 2011.

l'ordre de 0,4 à 0,6 point de croissance (pour une déviation de 2 points par rapport à un niveau médian d'inflation centré entre 0,5 et 2,0 %)⁹². Le phénomène de trappe à liquidité conduit toutefois à penser que le coût de la déflation n'est pas symétrique, et qu'une déviation déflationniste est plus à craindre qu'une déviation inflationniste. Dans tous les cas, la persistance de la déflation pendant quinze ans devient très coûteuse, d'autant plus qu'elle a renforcé initialement des mécanismes de transmission des chocs financiers à l'économie réelle.

NE PAS MINIMISER LE RÔLE DES POLITIQUES CONJONCTURELLES

Alors que la situation du secteur bancaire est stabilisée depuis 2005, plusieurs questions sur les politiques budgétaire et monétaire restent encore en suspens à la veille des *Abenomics*. La déflation se poursuit et la dette publique brute est la plus élevée du monde. Si les opinions restent divisées en matière de politique budgétaire, un certain consensus se dégage sur la nécessité de modifier la politique monétaire. Les dilemmes sur les politiques contracycliques auxquels les autorités japonaises ont été confrontées depuis le début des années 1990 trouvent de nombreux échos dans les débats actuels en Europe. La politique d'assouplissement quantitatif va-t-elle conduire à une inflation non maîtrisée ? La contraction monétaire liée à la fin d'une politique d'assouplissement quantitatif va-t-elle provoquer un choc négatif de croissance ? Les *stimuli* budgétaires perdent-ils de leur efficacité au fur et à mesure que la dette augmente ? Quand faut-il commencer à consolider les finances publiques ?

L'expérience japonaise apporte un éclairage utile sur ces questions, à condition de ne pas négliger les différences institutionnelles entre le Japon et l'Europe. La différence est moins marquée en matière de politique monétaire qu'en matière de politique budgétaire. L'Europe comme

92. H. Fuchi, N. Oda et H. Ugai, « The costs and benefits of inflation : evaluation for Japan's economy », 2007.

le Japon ont un système financier centré sur les banques, et la politique monétaire s'applique à l'ensemble des pays, malgré des différences liées aux spécificités du marché du crédit (par exemple, emprunts immobiliers à taux fixes ou variables selon les pays). En matière budgétaire, les stabilisateurs automatiques, comme le type de protection sociale, sont beaucoup plus faibles au Japon, ce qui conduit à un recours plus important à des plans de relance conjoncturelle. Les dépenses publiques sont plus modérées, mais aussi gérées de manière plus efficace (par rapport aux objectifs de chaque axe de dépenses publiques, ainsi la santé ou l'éducation) ce qui offre aussi une possibilité de réduction moindre⁹³. La dette publique est détenue de manière majoritaire par des acteurs domestiques, avec une part importante d'investisseurs stables, comme les sociétés d'assurance ou les fonds de pension publics. Avec un taux d'imposition comparativement faible, le Japon dispose ainsi théoriquement de marges de manœuvre pour augmenter les impôts, même si plusieurs analyses de politique économique soulignent la contradiction inhérente entre le compromis social né dans l'après-guerre et la hausse des impôts⁹⁴. Enfin, le Japon a démontré, en période de crises, sa capacité à réduire des dépenses normalement rigides, comme les salaires des fonctionnaires centraux abaissés de 10 % après le séisme de 2011 et pour une durée de deux ans. Malgré ces différences, nous pensons pouvoir tirer un certain nombre de leçons de l'expérience japonaise en matière de politiques conjoncturelles.

Des politiques budgétaires clairement contracycliques

La première leçon de politique budgétaire concerne l'utilité des outils pour la stabilisation de court terme. Il faut donc revenir sur l'idée que la politique

93. B. Monfort, « Can increased public expenditure efficiency contribute to the consolidation of public finances in Japan ? », 2015.

94. J. Kato, *The Problem of Bureaucratic Rationality : Tax Policy in Japan*, 1994 ; J. Kato, *Regressive Taxation and the Welfare State*, 2003.

monétaire suffirait seule, car elle serait plus flexible, plus facilement isolable des pressions politiques, et plus facilement mise entre les mains d'experts indépendants. En particulier, dans le cas d'une trappe à liquidité où l'efficacité des politiques monétaires est réduite, il est essentiel de pouvoir utiliser la politique budgétaire. De plus, cette dernière ne doit pas seulement être perçue comme un outil contracyclique de court terme, mais doit également s'inscrire dans une certaine durée. De la même façon, une réduction trop rapide de la dette publique aurait pour effet de renforcer ce problème. Dans le contexte européen, le traité de stabilité budgétaire doit intégrer le nouveau contexte macroéconomique dans lequel une situation de trappe à liquidité ou de déflation n'est pas exceptionnelle. La crise de 2008 a permis de confirmer le caractère effectif de la politique budgétaire et a montré l'efficacité des mesures de relances budgétaires (*stimulus* budgétaire de type classique, comme une réduction d'impôts sur une base large, un accroissement des transferts ou des dépenses publiques plus élevées)⁹⁵.

Une deuxième leçon est qu'il est important, avant une crise, d'avoir des degrés de liberté budgétaire, c'est-à-dire des dettes publiques maîtrisées pour pouvoir mener une politique ambitieuse sans trop de contraintes. Le Japon a progressivement perdu cette marge de manœuvre, avec au lendemain de chaque choc une dette plus élevée et un calendrier de consolidation plus long. La politique de consolidation menée au Japon à plusieurs reprises entre 1997 et 2012 a été en partie déséquilibrée : si elle a permis un assainissement des dépenses, elle n'a pas utilisé au mieux les possibilités ouvertes en matière budgétaire. Comme déjà souligné, l'augmentation de la taxe sur la consommation en 1997 ne nous semble pas être une erreur en tant que telle, dès lors qu'elle a contribué, au contraire, à l'assainissement des finances publiques dans une perspective de long terme, dans un pays où les ressources fiscales sont fragiles.

95. D. Romer, « What have we learned about fiscal policy from the crisis ? », in O. Blanchard, D. Romer, M. Spence et J. Stiglitz (éd.), *In the Wake of the Crisis*, 2012.

L'erreur principale, au-delà de cette augmentation de la taxe, est d'avoir maintenu un cadre budgétaire restrictif (loi de refondation financière fin 1997, mesures restrictives du budget 1998) en dépit de la dégradation claire de l'activité économique. La consolidation aurait pu tout aussi bien porter sur des mesures ayant un impact récessif plus faible, comme les impôts sur le revenu.

Le risque asymétrique de déflation et l'optimisme sur la sortie de crise

Sans anticiper sur les résultats du volet monétaire des *Abenomics*, on peut penser que l'histoire économique japonaise de 1990 à 2012 offre aussi deux leçons de politique monétaire. La première est qu'il ne faut pas sous-estimer le risque de déflation et la difficulté d'en sortir. De ce point de vue, la sensibilité au risque déflationniste a été beaucoup plus forte aux États-Unis et en Europe – en 2002 et, surtout, en 2008 – qu'au Japon à la fin des années 1990. En Europe spécifiquement, si la politique monétaire donne lieu à des tensions entre les pays selon la pondération du risque inflationniste, un discours positif sur la déflation est moins présent. Même si les contraintes du cadre monétaire unifié européen ont amené à la déflation certains pays européens, situés à la périphérie de la zone euro, dans un contexte d'incitation à réduire leurs coûts salariaux et à améliorer leur compétitivité. Une leçon complémentaire est qu'il faut modérer les espoirs et les peurs liés à la politique quantitative. La sortie du programme d'assouplissement quantitatif en 2006 a pu se faire rapidement et sans contre-choc au niveau macroéconomique : la Banque du Japon a réduit son bilan d'un quart, de 5 points de PIB en six mois et de 8 points de PIB en un an. Il est vrai que la rapidité de l'opération en 2006 a été facilitée par le fait que les instruments de court terme ont été privilégiés, la première expérience d'augmentation du bilan de la banque centrale ayant été faite *via* des opérations de refinancement (*repo*) avec une maturité de moins d'un an, donc faciles à dénouer à l'expiration des contrats.

De manière plus générale, il convient à la fois de ne pas sous-calibrer la réponse de politique économique et d'être en mesure d'engager une action qui prend en compte un risque plus fort que prévu. Les dix premières années qui ont suivi l'éclatement de la bulle financière au Japon ont été marquées par des politiques contracycliques actives, mais péchant par excès de confiance dans la reprise économique. Les décideurs de politique économique espèrent souvent que le retour de la croissance viendra restaurer les marges du secteur financier et contribuer à son assainissement, tout en améliorant la situation budgétaire. C'est ainsi qu'une politique d'assouplissement monétaire, en ligne avec une règle de Taylor, ou des plans de relance ponctuels, lors des trois récessions d'un semestre chacune avant 1997, devaient soutenir l'activité. De fait, l'ensemble des projections, que ce soient celles du gouvernement, des entreprises ou des institutions internationales, ont toutes fait preuve d'un biais optimiste en termes de croissance. Au-delà du cas du Japon, nous rejoignons ici Barry Eichengreen⁹⁶ qui montre bien comment cette confiance dans la reprise est une caractéristique commune de la Grande Dépression de 1929 et de la Grande Récession de 2008, les décideurs de politique économique croyant pouvoir revenir trop tôt, trop vite à la politique d'avant la crise malgré la faiblesse de la reprise⁹⁷. Ce risque semble particulièrement fort en Europe qui a connu, comme le Japon, une succession de crises depuis 2008, liées à des inquiétudes spécifiques à tel ou tel pays. Au Japon, avec le bénéfice du recul, on peut penser que des politiques plus agressives auraient dû être engagées plus tôt et de manière mieux ciblée, notamment pour empêcher que le Japon entre en déflation en 1995.

96. B. Eichengreen, *Hall of Mirrors, the Great Depression, the Great Recession, and the Uses-and Misuses of History*, 2015.

97. Au-delà de la politique économique, pour une discussion du biais optimiste, voir D. Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, 2011.

Une dernière leçon porte sur l'articulation des différentes politiques (monétaire, budgétaire, mais aussi les politiques structurelles discutées dans le chapitre suivant), sur l'impossibilité de les définir indépendamment les unes des autres et sur leur calendrier de mise en œuvre. Le Japon amorce des politiques monétaires et budgétaires coordonnées principalement durant la période 1990-1995, sans résoudre cependant la fragilité essentielle du secteur bancaire. La politique monétaire, en revanche, est largement absente lors du choc de 1997 ou, plus tard, de 2008. La faiblesse de la politique monétaire à partir de l'entrée du Japon en déflation diminue aussi l'efficacité de la politique budgétaire dans la mesure où celle-ci ne peut plus bénéficier des externalités liées à un soutien coordonné à l'activité. L'idée principale est qu'il n'y a pas un multiplicateur de politique budgétaire mais plusieurs, notamment en fonction des régimes de politique monétaire. Les politiques contracycliques ont ainsi souvent été conduites de façon non articulée de 1995 à 2012, trahissant, en partie, un problème de coordination entre les différents acteurs responsables de leur mise en œuvre.

3. À la recherche de la croissance perdue

La crise japonaise a d'abord été surnommée, au début de l'année 1990, la « récession de l'ère Heisei », à la manière des récessions courtes de l'après-guerre, puis, après 1997, on a parlé de la « grande récession », à son dixième anniversaire, de la « décennie perdue » et enfin, dix ans après encore, des « deux décennies perdues ». Le changement d'appellation traduit le changement de perspective sur le ralentissement japonais : devant l'insuccès (ou parfois la timidité et les erreurs) des politiques contracycliques, le ralentissement conjoncturel devient structurel dans la perception des acteurs économiques. L'accent sur des causes structurelles est venu plus tardivement, au fur et à mesure que la stagnation s'enracinait⁹⁸. L'étude des facteurs structurels qui contribuent au ralentissement de la croissance au Japon permet non seulement d'en comprendre le caractère permanent ou temporaire, mais aussi d'apprécier l'écart entre la production potentielle et la production réalisée, qui joue sur l'efficacité des politiques contracycliques.

On peut distinguer trois types de facteurs qui influencent la croissance au Japon. Il s'agit d'abord de ceux spécifiquement liés à la crise financière, qui ont un impact sur la croissance de long terme, comme ceux qui résultent de la crise bancaire, discutés dans le premier chapitre. Viennent ensuite ceux liés aux politiques contracycliques, discutés dans le deuxième chapitre, avec des effets de retour des facteurs de demande sur l'offre, par exemple *via* la baisse de l'investissement. Il y a, enfin, des facteurs structurels qui sont de plusieurs natures : des facteurs tendanciels, comme le vieillissement ou la fin du rattrapage technologique qui a joué un rôle important durant la période de haute croissance des années 1950-1970 ; des facteurs susceptibles d'améliorer le fonctionnement des marchés, mis en œuvre par le gouvernement japonais avant même le début de la crise ; et des facteurs susceptibles de corriger les

98. M. Wakatabe, « Turning Japanese ? Lessons from Japan's lost decade to the current crisis », 2014.

forces centrifuges de la dynamique industrielle au niveau microéconomique et que nous qualifierons de coordination.

La baisse de la croissance reflète le rôle des facteurs de production, mais aussi principalement de la baisse de la productivité. La politique économique associée s'est focalisée, sans surprise, sur des réformes structurelles qui méritent une analyse précise tant elles ont modifié en profondeur le fonctionnement de l'économie japonaise. Ces réformes n'ont cependant pas pu compenser la baisse de la croissance potentielle de façon significative, et ont exercé, par ailleurs, des effets non désirés au niveau de l'hétérogénéité des firmes. Nous rejetons donc la thèse courante qui tend à expliquer la baisse de la croissance par l'inertie en matière de réformes⁹⁹.

Il est vrai que cette politique de l'offre n'était pas la seule disponible et que des propositions alternatives ont vu le jour. Certaines, notamment celle, influente, de Hiroshi Yoshikawa, un conseiller économique du Premier ministre Koizumi, ont montré qu'une action sur la demande pouvait avoir un impact sur la croissance de long terme, notamment *via* la dynamique des inégalités, en particulier sur le marché du travail (plus que du côté du capital)¹⁰⁰. D'autres propositions, plus institutionnalistes, ont mis l'accent sur la cohérence du mode de régulation de l'économie et sur la nécessaire recoordination de cette dernière, dans un double contexte de dispersion croissante de la productivité au niveau microéconomique et d'une baisse significative de la diffusion dans l'économie de l'innovation, technologique ou organisationnelle, qualifiée de *spillover*¹⁰¹. C'est

99. R. Katz, *Japan : The System That Soured. The Rise and Fall of the Japanese Economic Miracle*, 1998 ; E. Lincoln, *Arthritic Japan : The Slow Pace of Economic Reform*, 2001 ; G. Mulgan, *Japan's Failed Revolution : Koizumi and the Politics of Economic Reform*, 2003.
100. H. Yoshikawa, *Japan's Lost Decade*, 2002.

101. R. Boyer et T. Yamada (éd.), *Japanese Capitalism in Crisis*, 2000 ; S. Lechevalier, « The diversity of capitalism and heterogeneity of firms. A case study of Japan during the Lost Decade », 2007.

sur cette approche institutionnaliste que nous insisterons principalement dans le cadre de ce chapitre, après avoir identifié les faits stylisés du ralentissement de la productivité et décrit le programme de réformes structurelles.

Quelles que soient les approches retenues, l'analyse de la croissance japonaise dans une perspective de moyen et de long terme conduit à remettre en cause le « modèle japonais » théorisé par des économistes comme Masahiko Aoki durant les années 1980¹⁰². À l'origine, cette théorie – ou plutôt ces théories, car elles sont nombreuses et parfois contradictoires – vise à expliquer le différentiel de performance entre l'économie japonaise et les autres économies développées, à la fois du point de vue du taux de croissance – au moins deux fois plus élevé qu'aux États-Unis et qu'en Europe des années 1950 aux années 1980 – et de celui du solde des échanges commerciaux qui, à partir des années 1980, devient fortement excédentaire vis-à-vis des États-Unis et de l'Europe. Cette situation a commencé de surprendre au milieu des années 1970 et ce, pour deux raisons : d'une part, le Japon semblait avoir achevé la phase de rattrapage susceptible d'expliquer des taux de croissance aussi élevés ; et d'autre part, il montrait une capacité à s'ajuster tout à fait remarquable, dans un contexte pourtant particulièrement défavorable de montée du prix du pétrole – alors que son économie est dépendante des importations énergétiques – et d'appréciation du yen (*endaka*) dont la valeur était multipliée par trois en 15 ans, posant alors un problème majeur de compétitivité-prix pour les exportations manufacturières japonaises. Ce qui a été souvent mal compris, c'est la nature fondamentalement historique de ce modèle japonais – comme de tout modèle. Il s'est construit progressivement pendant la Seconde Guerre mondiale et pendant l'occupation américaine, de façon antithétique au modèle de l'entre-deux-guerres, dans lequel le marché jouait un rôle fondamental,

102. M. Aoki, *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, 1988.

finalement assez proche de celui qu'il tient aux États-Unis¹⁰³. Il a continué à évoluer au cours des années 1950 et 1960 pour ressembler, à la fin des années 1970, au « modèle japonais » popularisé durant les années 1980. Sa principale caractéristique était d'être, en même temps, tout entier tourné vers la croissance et dépendant de la dynamique de rattrapage pour son bon fonctionnement¹⁰⁴.

Ces performances constituent aussi une surprise du point de vue de la théorie économique standard, car une première analyse décrivait un fonctionnement de l'économie japonaise, aux niveaux microéconomique et macroéconomique, bien éloigné des lois de l'économie de marché telles qu'enseignées dans les manuels de sciences économiques. Les entreprises japonaises s'efforçaient, certes, de maximiser leurs profits, à l'instar de leurs homologues américaines, mais montraient à travers certaines de leurs décisions, comme le maintien d'activités déficitaires ou l'absence de recours aux licenciements en cas de chocs négatifs, que le profit n'était qu'un objectif parmi d'autres, la croissance, par exemple, fondement de l'emploi de long terme. Autrement dit, non seulement le capitalisme japonais ne semblait pas suivre les règles de base de l'économie de marché, mais il paraissait plus efficient.

La situation change radicalement au cours des années 1990, avec la baisse de la croissance de la productivité et un écart grandissant avec l'économie américaine qui connaît une embellie. On est alors face à un double paradoxe qui peut conduire à penser que l'objectif de croissance est vain pour une économie mûre comme celle du Japon¹⁰⁵ : d'une part, au niveau agrégé, un système tout entier tourné vers la croissance débouche sur des performances moindres que celles des économies américaines et

103. T. Okazaki et M. Okuno-Fujiwara (éd.), *The Japanese Economic System and Its Historical Origin*, 1999 ; T. Hoshi et A. Kashyap, *Why Did Japan Stop Growing ?*, 2011.

104. H. Odagiri, *Growth through Competition. Competition through Growth*, 1994.

105. Sur ce sujet, voir D. Cohen, *Le Monde est clos et le désir infini*, 2015.

même européennes ; et, d'autre part, au niveau individuel, une entreprise comme Toyota, dont on a fait l'archétype du « modèle japonais », non seulement ne connaît pas la crise, mais dépasse chaque année des records de croissance et de profit. Cela doit, à l'évidence, conduire à bien séparer l'analyse de la dynamique microéconomique de celle de la croissance agrégée.

On présentera tout d'abord, dans la première section, les principaux faits stylisés concernant l'évolution de la productivité aux niveaux macroéconomique, sectoriel et microéconomique, avant de discuter les mesures de réformes structurelles mises en œuvre en partie avant la crise et en partie en réponse à celle-ci¹⁰⁶. Nous pourrions, alors, présenter notre propre explication qui se concentre sur deux aspects. D'une part, l'idée que les modalités de libéralisation de l'économie ont exercé aussi un impact négatif sur la cohérence du mode de régulation, à travers une dispersion croissante de la productivité au niveau microéconomique et une baisse significative des *spillovers* dans l'économie, l'ensemble rendant nécessaire en retour une recoordination de l'économie. D'autre part, le constat que certains aspects de la libéralisation de l'économie japonaise ont produit un effet négatif sur la demande, notamment *via* la dynamique des inégalités et l'évolution du marché du travail.

LA BAISSÉ DE LA PRODUCTIVITÉ

Depuis vingt-cinq ans, la croissance économique réelle annuelle japonaise a été de 0,9 %, contre 1,4 % en Europe et 2,5 % aux États-Unis. La dynamique démographique joue naturellement un rôle important dans cette performance. Rappelons que durant la période considérée, la croissance de la population n'a été que de 0,2 % au Japon, contre 0,5 % en Europe et 1 % aux États-Unis.

106. Y.Tiberghien, « Trente ans de réformes néolibérales au Japon », in S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

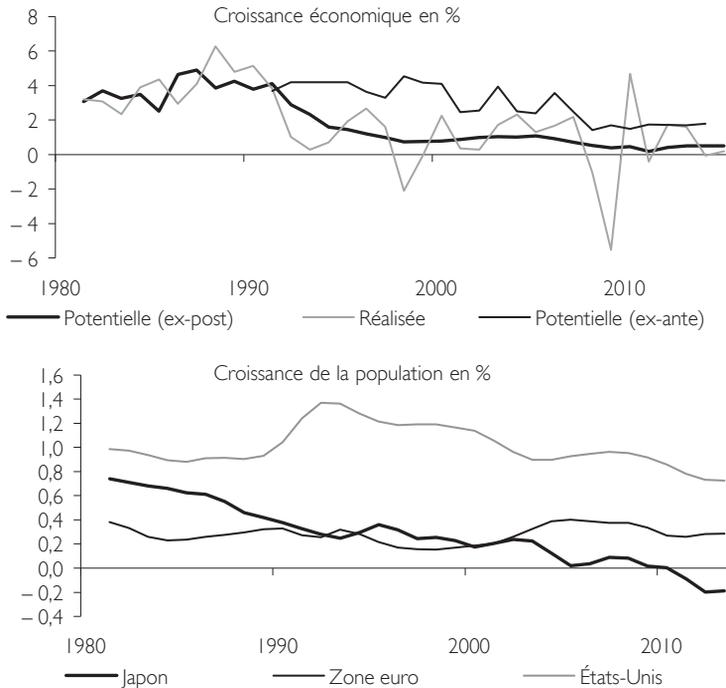


Figure 8 – Croissance potentielle du Japon.

Commentaires : selon le Cabinet Office, la croissance économique potentielle du Japon, calculée sur la base de données historiques (*ex-post*) connaît un constant déclin : de 4 % durant les années 1980 à 2 % au cours de la décennie suivante, puis de 0,8 % pendant les années 2000 ; la croissance réalisée est également bien en deçà de la croissance à moyen terme prévue, par exemple, par le FMI (croissance potentielle *ex-ante*) ; une partie du déclin de la croissance économique s'explique par le vieillissement et le déclin démographique (augmentation de la population âgée et baisse de la population totale).

Sources : CAO pour la croissance potentielle *ex-post* ; FMI pour la croissance potentielle *ex-ante*, calculée comme la prévision de croissance à l'horizon de projection (5 ans) ; calcul des auteurs.

Ce ralentissement démographique devrait se poursuivre, avec une contraction annuelle de 0,4 % de la population qui pourrait réduire la croissance réelle d'un quart de point environ (Figure 8). L'Institut d'études démographiques du Japon (IPSS) prévoit un déclin de la population japonaise de 130 millions au recensement de 2010 à 100 millions en 2054. L'incertitude pèse bien sûr sur ces estimations, mais on notera que les projections démographiques réalisées au cours des trente dernières années ont eu tendance à sous-estimer non seulement la baisse de la natalité, mais aussi l'augmentation de l'espérance de vie, conduisant à une erreur plus forte sur le taux de personnes âgées que sur la population totale. Sans négliger le rôle de la démographie dans la dynamique de croissance au Japon, mais dans la mesure où cette variable est en partie exogène à l'horizon d'une génération, nous nous concentrons sur la productivité, sur laquelle les politiques économiques peuvent avoir potentiellement le plus grand impact.

La productivité au niveau macroéconomique

Les études portant sur les facteurs contribuant à la croissance (travail, capital et productivité globale des facteurs ou PGF) présentent des divergences importantes, d'où l'intérêt des travaux de comparaison internationale qui permettent de mieux comprendre les spécificités de la trajectoire du Japon depuis les années 1980. Dans ce qui suit, nous nous appuyons sur les travaux de Kyoji Fukao¹⁰⁷. Comme le montre le Tableau 3, tiré d'un article dans lequel cet auteur mobilise la base de données EU-KLEMS, le premier trait frappant de la trajectoire japonaise est que la croissance annuelle de la valeur ajoutée est divisée par cinq entre la période 1980-1995 et la période 1995-2004 (de 3,6 % à 0,8 %), alors qu'elle augmente de façon

107. K. Fukao, K. Ikeuchi, H. U. Kwon, Y. G. Kim, T. Makino et M. Takizawa, « Lessons from Japan's secular stagnation », 2015 ; K. Fukao et T. Miyagawa, « Productivity in Japan, the US, and the major EU economies : Is Japan falling behind ? », 2007.

significative aux États-Unis et en France. Les deux principales raisons de cette chute de la croissance sont les baisses importantes des contributions du capital (-1,2) et de la productivité globale des facteurs (-0,8). Ces résultats contrastent fortement avec le cas français marqué par une stabilité des contributions du capital et de la PGF et, surtout, avec le cas américain marqué par une forte accélération de la contribution de la PGF (+1,0) et une légère augmentation de la contribution du capital.

Tableau 3 – Décomposition de la croissance de la valeur ajoutée au Japon, aux États-Unis et en France (1980-2004).

	Japon			États-Unis			France		
	1980 1995	1995 2004	Diff.	1980 1995	1995 2004	Diff.	1980 1995	1995 2004	Diff.
Croissance de la valeur ajoutée	3,6	0,7	-2,9	3	3,6	0,6	1,8	2,5	0,7
Contribution du capital	1,9	0,7	-1,2	1,2	1,4	0,2	1	1	0
Contribution du travail	0,5	-0,4	-0,9	1,2	0,6	-0,6	0,1	0,7	0,6
Contribution de la PGF	1,2	0,4	-0,8	0,6	1,6	1	0,7	0,8	0,1

Sources : K. Fukao et T. Miyagawa, « Productivity in Japan, the US, and the major EU economies : is Japan falling behind ? », 2007 ; Data EU-KLEMS.

Au Japon, la diminution de la contribution du capital s'explique par la baisse brutale de l'investissement que nous avons documentée dans le deuxième chapitre. Quant à la baisse de la PGF, trois hypothèses principales sont considérées : celle de l'impact durable de la crise financière, celle de l'inadaptation du modèle japonais classique au nouveau contexte international et technologique et celle d'une baisse tendancielle de la capacité d'innovation au Japon, qui est en partie une variante de la précédente. La première hypothèse s'inscrit dans la continuité des analyses présentées au premier chapitre.

La deuxième hypothèse est bien représentée par les travaux de Fumio Hayashi et Edward Prescott, qui se placent dans un cadre théorique de

type *real business cycles*¹⁰⁸. Bien que cette analyse n'intègre pas de variable institutionnelle, ses conclusions quantitatives ont été mobilisées par les tenants de cette hypothèse¹⁰⁹. Ces deux auteurs jugent que ni la trappe à liquidité ni la faiblesse de la politique budgétaire n'expliquent la persistance du ralentissement de la croissance japonaise. Ils attribuent la baisse de la PGF à une politique de subventions aux entreprises en difficulté, qui décourage l'investissement et réduit la productivité.

Kiyoiko Nishimura et ses co-auteurs montrent également que la productivité des entreprises qui quittent le marché à la suite d'une faillite est en moyenne supérieure à celle des entreprises qui survivent, une situation qui peut s'expliquer par la survie artificielle rendue possible par les prêts bancaires accordés aux entreprises zombies¹¹⁰. L'argument est donc proche de celui discuté par Ricardo Caballero, Takeo Hoshi et Anil Kashyap (voir premier chapitre)¹¹¹.

La troisième hypothèse concerne un déclin de la capacité d'innovation du Japon, auquel certains auteurs essayent de lier la baisse du taux de croissance de la PGF¹¹². Le système d'innovation dans le capitalisme japonais classique a été considéré comme l'une des clés de son succès. Il est vrai qu'un certain nombre de problèmes avaient été identifiés, telle la mobilisation problématique des recherches fondamentales par les entreprises ainsi que la nécessité de réformes. Mais à la fin des années 1980, le monde entier se tournait toujours du côté du Japon pour y deviner les innovations technologiques des années 2000. À un niveau microéconomique et

108. F. Hayashi et E. Prescott, « The 1990s in Japan : a lost decade », 2002.

109. M. Witt, *Changing Japanese Capitalism. Societal Coordination and Institutional Adjustment*, 2006.

110. K. Nishimura, T. Nakajima et K. Kiyota, « Does the natural selection mechanism still work in severe recessions ? Examination of the Japanese economy in the 1990s », 2005.

111. R. Caballero, T. Hoshi et A. Kashyap, « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », 2008.

112. L. Branstetter et Y. Nakamura, « Is Japan's innovative capacity in decline ? », 2003.

commercial, on pensait alors qu'une entreprise comme Sony – qui n'est pas l'entreprise japonaise la plus typique, mais dont plusieurs innovations, tel le baladeur, avaient révolutionné le marché de l'électronique grand public durant les années 1980 – serait porteuse des prochaines révolutions susceptibles d'affecter directement le bien-être et l'organisation des sociétés.

Dans ce domaine, plus que dans tout autre peut-être, le Japon a déçu. Ainsi, les nouvelles technologies des années 1990 ont été développées principalement aux États-Unis et non plus au Japon. De façon plus anecdotique, les entreprises perçues comme les plus innovantes par le grand public ne sont plus japonaises. Ce résultat décevant pour le Japon s'explique-t-il par une baisse de la capacité d'innovation ? Nous ne le pensons pas et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, si la technologie japonaise est moins visible pour le grand public, elle n'en est pas moins présente, et souvent centrale, dans des produits tels que l'iPhone, à travers des composants clés pour lesquels certaines entreprises japonaises ne connaissent pas de rivaux. Il y a là un positionnement stratégique pour un certain nombre d'entreprises japonaises, comme Toray qui fournit des matériaux indispensables à l'industrie aéronautique. Ensuite, le système d'innovation japonais n'est pas resté figé et a connu une vague importante de réformes, à l'initiative du gouvernement, afin de corriger ses défauts et de le rendre plus adapté à un environnement où l'innovation dépend de plus en plus de développements scientifiques récents : la réforme des universités et la refonte de l'architecture de la politique publique d'innovation ont été significatives¹¹³. Par ailleurs, plusieurs études ont montré que le système d'innovation japonais – très différent de celui de la Silicon Valley, dans lequel les grandes entreprises jouent un rôle central – ne constitue pas un obstacle fondamental à l'émergence des nouvelles industries¹¹⁴.

113. S. Lechevalier, *Recent Changes in the Japanese Public Research and Innovation Policies. Lessons for Europe*, 2006.

114. S. Lechevalier, C. Storz et J. Nishimura, « Diversity in patterns of industry evolution : how an "intrapreneurial" regime contributed to the emergence of the service robot industry », 2014.

Ainsi, le rôle mineur des *start-up* dans des industries telles que la robotique ou les jeux vidéo n'a pas empêché l'apparition d'innovations majeures, tant s'en faut.

Le problème n'est donc pas fondamentalement celui de l'innovation. Il en est distinct et peut être résumé par les deux points suivants. D'une part, tout s'est passé comme si les capacités d'innovation accumulées dans des entreprises japonaises, comme Sony, n'avaient pas pu se traduire par des innovations de produits sur le marché pour des raisons de stratégie et d'organisation interne. D'autre part, on constate un problème de diffusion de l'innovation – technologique et organisationnelle – des entreprises les plus performantes vers le reste de l'économie. C'est un point central qui mérite une analyse spécifique, aux niveaux sectoriel et surtout microéconomique.

La productivité aux niveaux sectoriel et microéconomique

Une approche complémentaire à la perspective macroéconomique consiste à décomposer l'évolution de la PGF au niveau sectoriel et de ce point de vue, les résultats sont assez surprenants¹¹⁵. En effet, la baisse tendancielle de la croissance de la PGF au cours des années 1990 résulte principalement de la baisse de la contribution dans le secteur manufacturier, comme le montre le Tableau 4. Ce n'était pas le cas pendant les années 1970, ce qui laisse penser que la structure de l'économie japonaise a évolué et que la question du dualisme de l'économie (évoquée dans l'Encadré 1) doit être reformulée : la difficulté ne réside plus seulement dans la faible productivité du secteur des services, mais bien aussi dans l'évolution de la productivité dans ce qui faisait la force de l'économie japonaise jusqu'à présent, le secteur manufacturier exportateur.

115. K. Fukao, T. Inui, H. Kawai et T. Miyagawa, « Sectoral productivity and economic growth in Japan, 1970-1998 : an empirical analysis based on the JIP database », 2004.

Tableau 4 – Croissance de la productivité totale des facteurs au Japon et contribution des secteurs (1973-1998)

	1973 1983	1983 1991	1991 1998
Total	-0,31	0,41	0,21
Manufacturier	0,62	0,75	-0,03
Commerce	0,19	0,44	0,41
France et assurance	-0,08	0,05	0,03

Sources : K. Fukao et T. Miyagawa, « Productivity in Japan, the US, and the major EU economies : is Japan falling behind ? », 2007 ; Data EU-KLEMS.

Cette nécessité de renouveler profondément l'analyse est confirmée par une étude conduite au niveau microéconomique, qui montre que les lignes de clivage au sein de l'économie japonaise ont changé et se sont complexifiées. Le problème ne concerne plus principalement un écart de productivité entre le manufacturier et le non manufacturier ou entre les grandes entreprises exportatrices et le reste de l'économie. Depuis le milieu des années 1990 s'est creusé un écart de productivité croissant (productivité du travail et PGF) au sein d'un même secteur et pour des firmes de taille comparable. Arrêtons-nous un instant sur cette question, et essayons de la spécifier, car elle est au cœur de notre interprétation de la crise japonaise et de nos recommandations de politique économique.

Ce fait stylisé, mis notamment en évidence par Keiko Ito et Sébastien Lechevalier¹¹⁶, est observé pour les entreprises manufacturières et non manufacturières (Figure 9) : l'écart de productivité entre le 90^e percentile des firmes les plus performantes, le 50^e percentile (firmes moyennes) et le 10^e percentile – composé donc des moins performantes – s'est en moyenne accru au sein de chaque secteur depuis 1998. Mais la logique est différente selon les secteurs d'activité : pour le secteur manufacturier,

116. K. Ito et S. Lechevalier, « The evolution of the productivity dispersion of firms. A reevaluation of its determinants in the case of Japan », 2009.

les entreprises les plus performantes ont continué à croître, tandis que les autres ont stagné ; pour le secteur des services, ce sont surtout les entreprises les moins performantes qui ont relativement décliné. Le cas britannique a été étudié en utilisant la même méthodologie par Giulia Faggio et ses co-auteurs¹¹⁷, offrant un point de comparaison intéressant : le Japon et le Royaume-Uni ont connu une croissance de l'hétérogénéité des performances de leurs entreprises, mais le phénomène est bien plus marqué au Japon pendant la décennie perdue. Comment expliquer la spécificité de la trajectoire japonaise de ce point de vue ?

La Figure 9 montre que le problème est moins la croissance de la productivité des entreprises les plus performantes que la fin du rattrapage de ces entreprises par les entreprises les moins performantes. La dispersion croissante de la productivité peut provenir de trois causes : la diffusion des nouvelles technologies, l'impact de la mondialisation et la structure oligopolistique.

L'explication dominante de l'évolution de l'hétérogénéité des performances des firmes renvoie à une histoire technologique de type schumpétérien, comme souligné par Giovanni Dosi et ses co-auteurs¹¹⁸ : la dispersion croissante de la productivité et des salaires dans les établissements est liée à la différence de taux d'adoption des nouvelles technologies. Si cette théorie a été validée par plusieurs travaux dans le cas des États-Unis, Ito et Lechevalier montrent qu'il n'en est rien dans le cas du Japon : en l'occurrence, l'introduction des technologies de l'information et des communications n'a pas conduit à une croissance de la dispersion des performances parmi les firmes japonaises¹¹⁹.

117. G. Faggio, K. Salvanes et J. Van Reenen, « The evolution of inequality in productivity and wages : panel data evidence », 2010.

118. G. Dosi, S. Lechevalier et A. Secchi, « Inter-firm heterogeneity : nature, sources and consequences for industrial dynamics », 2010.

119. K. Ito et S. Lechevalier, « The evolution of the productivity dispersion of firms. A reevaluation of its determinants in the case of Japan », 2009.

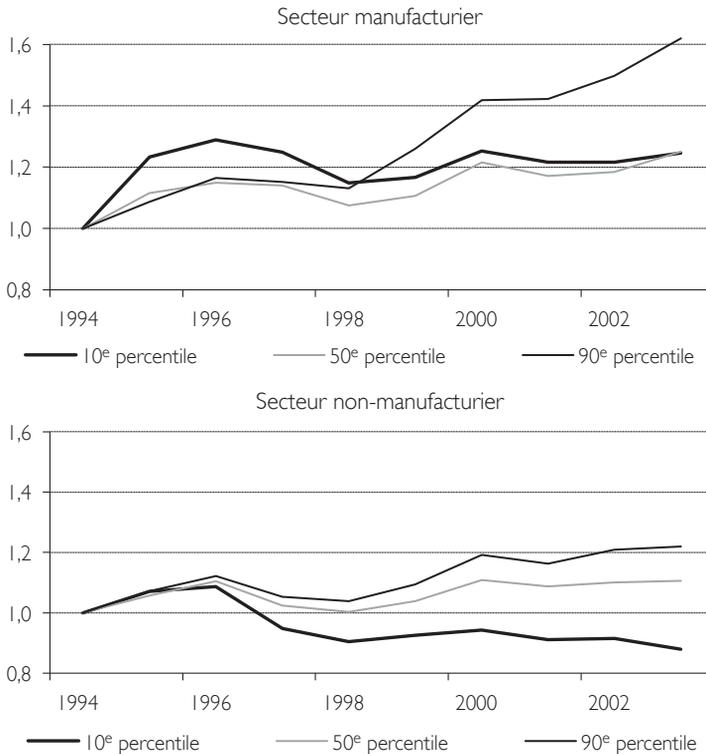


Figure 9 – Dispersion de la productivité dans les secteurs manufacturier et non manufacturier (1994-2003).

Commentaires : les niveaux de productivité du travail (valeur ajoutée par salarié) sont calculés pour chaque année et les entreprises sont classées en fonction de leur niveau, le 90^e percentile regroupant les firmes les plus performantes et le 10^e percentile, les firmes les moins performantes ; les niveaux de productivité sont normalisés à 1 en 1994, afin de mesurer la dispersion cumulée au cours des années suivantes.

Sources : K. Ito et S. Lechevalier, « The evolution of the productivity dispersion of firms. A reevaluation of its determinants in the case of Japan », 2009.

La deuxième explication classique de l'évolution de la dispersion des performances des entreprises est la mondialisation. Cette dernière est censée conduire à une convergence des pratiques au niveau mondial et *a fortiori* au niveau national : après l'ouverture du marché, les firmes domestiques les moins performantes doivent soit améliorer leur performance, soit quitter le marché, ce qui devrait se traduire par une forme de convergence. Or c'est l'inverse que l'on observe au Japon : l'internationalisation de l'économie japonaise a contribué positivement et significativement à la croissance de la dispersion de la productivité parmi les entreprises japonaises. Ce résultat est la conjugaison de deux effets : un effet de sélection, selon lequel ce sont les firmes les plus productives sur le marché national qui s'engagent à l'international, et un effet d'apprentissage, suivant lequel l'expérience des marchés internationaux contribue à améliorer la productivité des entreprises japonaises.

Une troisième explication, validée dans le cas japonais, est l'évolution vers une structure plus oligopolistique (ou moins concurrentielle) dans certains secteurs, ce qui peut sembler étonnant dans un contexte où la plupart des marchés ont fait l'objet d'une déréglementation. Ce résultat est susceptible d'être généralisé : alors qu'un des bénéfices attendus de la libéralisation de l'économie japonaise pouvait être la sortie des entreprises les moins performantes et la convergence des niveaux de productivité, il n'en a rien été. Une raison fondamentale tient en fait au processus de libéralisation lui-même et son impact sur les choix organisationnels des entreprises. Il a accru les choix possibles, entraînant des répercussions au niveau des performances microéconomiques. Ce point est central, selon nous, pour comprendre l'évolution de la productivité au Japon depuis le début des années 1990¹²⁰.

120. S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

C'est pourquoi, avant d'analyser les implications de la dispersion croissante de la productivité au niveau microéconomique, il est important de présenter les réformes structurelles elles-mêmes. Celles-ci ont commencé à être mises en œuvre avant même la crise japonaise, mais s'inscrivent également partiellement dans la continuité de l'analyse dominante de la baisse de la productivité au Japon, dont l'implication est de rendre l'économie japonaise plus concurrentielle ou, pour reprendre les concepts d'une approche institutionnaliste, de libéraliser cette économie coordonnée qu'était le Japon. Comme on vient de le voir, ce processus de libéralisation a lui-même contribué à l'hétérogénéité croissante au niveau microéconomique.

LES VAGUES DE RÉFORMES STRUCTURELLES

Une image d'Épinal attribue la faiblesse et le ralentissement de la croissance du Japon depuis la bulle à la paralysie en matière de réformes structurelles. Ainsi Edward Lincoln parle-t-il d'un Japon « arthritique »¹²¹, une expression qui n'est pas sans rappeler le procès d'euro sclérose fait à l'Europe durant les années 1990. Le premier chapitre a déjà montré qu'en matière financière, le Japon a mis en œuvre un programme important de libéralisation, des années 1970 jusqu'au *big bang* de 1996, programme par ailleurs très similaire à celui des partenaires du Japon (Figure 10).

S'agissant des marchés des biens et du travail, le Japon connaît aussi une « grande transformation ». Nous voyons cependant deux limites à ces réformes, d'une part en termes de cohérence et de mise en œuvre, d'autre part en termes de coût indirect.

121. E. Lincoln, *Arthritic Japan : The Slow Pace of Economic Reform*, 2001.

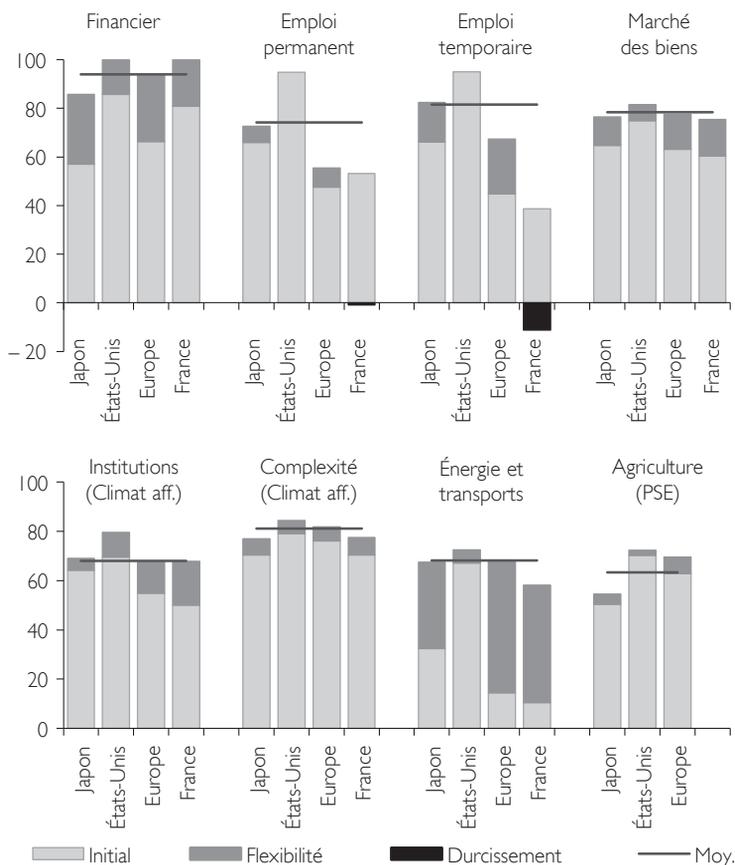


Figure 10 – Réformes structurelles (1990-2015).

Commentaires : le Japon a mis en œuvre des réformes libérales depuis vingt-cinq ans et se situe souvent à proximité de la moyenne au sein des pays de l'OCDE.

Explication : les graphiques présentent une série d'indices mesurant le degré de libéralisation d'un secteur considéré et son évolution ; tous les indices ont été normalisés de 0 à 100 (pour l'ensemble des pays considérés), 100 étant le cadre

le moins lourd d'un point de vue réglementaire ; la partie hachurée d'une colonne représente le niveau initial de l'indicateur dans un pays donné, les autres, l'évolution durant la période considérée, soit vers un degré plus grand de flexibilité (gris), soit vers un durcissement réglementaire (noir) ; la période prise en compte dépend de la disponibilité des données selon les sources ; l'Europe inclut les pays de l'Union européenne, avant les élargissements de 2004 et de 2007 ; la moyenne fournie correspond à la fin de période pour les quatre zones ou pays considérés (Japon, États-Unis, Europe, France).

Indicateurs	Périodes	Sources
Degré de libéralisation financière	1990-2005	FMI
Protection de l'emploi (EPL), emplois permanents ou temporaires	1990-2013	OCDE
Marché des produits, degré de protection (PMR)	1998-2013	OCDE
Climat des affaires, solidité des institutions (contrats, minoritaires) et complexité réglementaire	2007-2015	Banque mondiale
Réglementation dans l'énergie et les transports	1990-2013	OCDE
Soutien aux producteurs agricoles	–	OCDE

Le programme de réformes structurelles n'est pas une réponse à la durée de la crise ou à l'échec des politiques contracycliques. Les premières tentatives de réformes structurelles apparaissent dès la fin des années 1970 pour le système financier, et à partir du début des années 1980 pour les marchés des biens et du travail, c'est-à-dire au moment même de l'apogée du « modèle japonais ». La chronologie suggère que la motivation de ces réformes n'est pas principalement liée à la volonté de compenser la baisse de la croissance, mais mérite d'être analysée d'un point de vue d'économie politique.

Une première vague de réformes est lancée sous le gouvernement Nakasone (1982-1987), avant de connaître un approfondissement sous les gouvernements Hashimoto (1996-1998) et Obuchi (1998-1999), puis sous celui de Koizumi (2001-2006). Le contenu de ces programmes est classique et complet, puisqu'il inclut la déréglementation progressive des

marchés financiers, des marchés des biens puis du marché du travail ; la privatisation de plusieurs entreprises et institutions clés (télécommunication avec NTT, transports ferroviaires et aériens avec JR et JAL, et financier avec la Poste japonaise) ; la réduction de la taille du service public (déjà relativement petite par rapport à la France) ; la baisse de l'impôt sur le revenu sur le modèle reaganien, mais de manière plus modérée. Les réformes visent aussi, plus ou moins directement, à bouleverser les fondements idéologiques d'institutions telles que l'entreprise, la famille ou l'école. Elles conduisent à une redéfinition du rôle du marché par rapport à d'autres institutions.

Au niveau du marché des biens, l'origine des réformes se trouve dans le rapport Maekawa, commandé par le Premier ministre Nakasone en 1986 à un ancien gouverneur de la Banque du Japon. Ce document recommande une internationalisation plus grande du Japon, une réorientation de l'économie vers la consommation et le bien-être (et non vers la production) ainsi qu'une flexibilité plus grande des marchés. Le rapport est assez novateur, préconisant un effort direct et ciblé pour réduire le surplus de la balance courante du Japon, pour simplifier la réglementation et pour réduire une épargne trop élevée. Il recommande également une plus grande libéralisation commerciale, y compris dans le domaine de l'agriculture. Tous ces éléments vont guider les programmes de réformes structurelles au cours des décennies suivantes.

Dans le même temps, la mise en œuvre de ces réformes est problématique, éclectique et manque parfois de cohérence, ce dont témoignent de nombreux cas de contre-réformes et le fait que les réformes sont souvent partielles. Occasionnellement, les ambitions réformatrices de certains Premiers ministres prennent la forme d'un catalogue rassemblant les objectifs potentiellement divergents de chaque ministère, sans cohérence ni calendrier. Les résultats de ces réformes par marchés et par domaines sont variés : les réformes sont assez complètes dans le domaine financier, mais inégales sur les marchés des biens, en fonction des secteurs, et moins

révolutionnaires et plus tardives sur le marché du travail, mais avec des effets durables. Quant à l'évolution du rôle de l'État, elle est marquée par le paradoxe – particulièrement bien analysé par les travaux d'Ezra Vogel¹²² – d'un repli accompagné d'un contrôle accru dans certains domaines. Un cas emblématique est celui de l'enseignement supérieur : la semi-privatisation des universités nationales s'accompagne d'un renforcement du contrôle du ministère de l'Éducation, notamment en ce qui concerne les budgets de recherche.

Un aspect particulièrement important concerne l'ouverture aux investissements étrangers et la restructuration des grandes entreprises – alors que plusieurs analyses y voient le symbole de « l'immobilisme japonais » et la cause principale des dysfonctionnements du marché. Un tournant survient à la fin des années 1990. Au printemps 1999, le gouvernement crée un Conseil de la concurrence industrielle (ICC), instance nouvelle qui réunit tous les ministres du gouvernement avec quelques dirigeants sélectionnés au sein du secteur privé (par exemple, ceux de Toyota, de Sony, ou d'institutions financières). Ce conseil est à l'origine d'une dizaine de lois relatives à la restructuration, dont notamment la loi de revitalisation industrielle (août 1999), la loi sur les banqueroutes (décembre 1999), la loi sur l'assouplissement du travail temporaire et sur les travailleurs intérimaires (décembre 1999) et les premières phases de la révision du Code commercial (1999-2000). Ces réformes sont bien considérées par les institutions internationales qui saluent des changements structurels importants.

Le gouvernement japonais accorde aussi un soutien de poids à l'alliance entre Renault et Nissan en 1999, ainsi qu'au plan de restructuration novateur mis en œuvre ensuite chez ce dernier, avec une influence qui va bien au-delà de cette entreprise. Le gouvernement utilise ainsi les graves difficultés rencontrées par cette entreprise emblématique, pour ouvrir la voie à de nouvelles pratiques dans le secteur privé qu'il lui aurait été impossible

122. E.Vogel, *Japan as Number One : Lessons for America*, 1979.

d'imposer. Ces liens capitalistiques entre l'une des entreprises phares du capitalisme japonais et une entreprise étrangère symbolisent selon nous la nouvelle ouverture de l'économie japonaise, qui ne sera plus remise en cause par la suite.

En ce qui concerne le marché du travail, son fonctionnement est certes décentralisé, mais les évolutions légales jouent un rôle important et affectent le modèle de croissance. La réforme la plus importante est l'assouplissement significatif des règles du recours à l'emploi non régulier, avec la révision en 1999 et en 2003 de la loi-cadre du marché du travail.

Les politiques de réforme structurelles ont donc constitué un axe central des politiques économiques au Japon depuis le début des années 1980. Pourtant, leur effet n'a pas été celui attendu. Elles ont certes augmenté la croissance potentielle – ce qui apparaît tout particulièrement à partir de 2003 – mais elles ont également participé à l'accroissement des fluctuations de l'économie. L'ouverture commerciale accrue a soutenu la reprise économique du Japon au milieu des années 2000, mais a aussi contribué à la forte récession de 2008 liée à la contraction du commerce mondial. Au niveau microéconomique, le caractère de plus en plus concurrentiel des marchés des biens et du travail n'a pas conduit à une convergence des niveaux de productivité qui aurait pu résulter de la sortie des firmes les moins performantes, mais bien une dispersion croissante. Il en est résulté deux effets qu'il convient d'examiner : un impact négatif sur la croissance agrégée de l'économie, ce qui nécessite plus de coordination dans l'économie et non pas moins ; et une croissance des inégalités et de la pauvreté, avec un effet dépressif cumulatif.

RECOORDONNER

Les analyses présentées dans la section précédente s'appuient sur l'explication dominante de la faible croissance du Japon depuis le début des années 1990 : les réformes structurelles, introduites dès la fin des années 1970, sont conçues comme la meilleure réponse à la baisse de

la croissance de la productivité agrégée, et leur mise en œuvre a de fait contribué à stabiliser celle-ci.

Des travaux institutionnalistes, inspirés par les recherches de l'école de la Régulation, ont en commun avec cette explication de prendre en considération les causes structurelles de la crise japonaise. Mais l'analyse est sensiblement différente en ce qu'elle met l'accent sur les problèmes de cohérence du mode de régulation. Selon ces travaux, la crise japonaise est le résultat d'une incohérence entre, d'un côté, l'internationalisation des entreprises et du système financier et, de l'autre, une forme de capitalisme dont la logique reposait jusqu'alors sur le partage des gains de productivité entre salariés et employeurs. Dans la continuité de ces recherches régulationnistes, nous avons développé une explication originale de la crise japonaise qui opère une synthèse entre les travaux d'économie industrielle au niveau microéconomique et ceux prenant en compte l'impact des politiques contracycliques.

Trois modalités pour augmenter la productivité

Le point de départ est l'idée qu'il y a trois moyens d'augmenter la productivité agrégée par une action au niveau microéconomique, dont deux correspondent aux politiques de réformes structurelles. La première modalité consiste à favoriser la croissance des firmes les plus performantes. Expérimentée à partir du milieu des années 1990, elle s'est traduite par un écart croissant de productivité entre les entreprises les plus productives et les autres¹²³. Cependant, force est de constater que l'impact sur la productivité agrégée a été modéré. La deuxième modalité s'efforce de favoriser la sortie des entreprises les moins productives. De ce point de vue, les réformes structurelles ont été moins efficaces que pour la première modalité, ainsi que cela a été souligné plus haut. De plus, l'augmentation des

123. R. Boyer, A. Isogai et H. Uemura (éd.), *Diversity and Transformations of Asian Capitalisms*, 2011 ; R. Boyer et T. Yamada (éd.), *Japanese Capitalism in Crisis*, 2000,

sorties des entreprises les moins productives, si elle a un impact mécaniquement positif sur la productivité agrégée, a des conséquences beaucoup plus ambiguës sur la croissance de moyen et de long terme en l'absence de mécanismes de marché de réallocation des ressources. Ce point est particulièrement vrai pour le Japon qui connaît une faiblesse du marché externe du travail et des possibilités limitées de rachat des entreprises sur le marché du capital¹²⁴.

Compte tenu des limites des deux premières modalités, l'augmentation la productivité impose de recourir à une recoordination de l'économie, ce qui constitue une troisième modalité¹²⁵. Plusieurs travaux de décomposition de la croissance de la productivité ont montré que cette approche est en général la plus efficace¹²⁶. Elle repose sur le rattrapage des firmes les plus performantes par les moins performantes, à travers des *spillovers* technologiques et organisationnels des unes vers les autres. La réussite de cette stratégie ne dépend pas des politiques de réformes structurelles, mais plutôt de l'efficacité des modes de coordination, qu'ils soient privés – *via* la sous-traitance ou les structures entre groupes – ou publics – *via* les consortiums publics mis en place dans le cadre de la politique industrielle. Elle est également conditionnée par un environnement macroéconomique de court terme qui ne perturbe pas le processus de rattrapage. C'est là que les politiques contracycliques ont un rôle à jouer.

Nous proposons ainsi une interprétation de la crise japonaise comme manque de coordination dans un contexte d'hétérogénéité croissante des

124. M. Aoki, G. Jackson et H. Miyajima (éd.), *Corporate Governance in Japan. Institutional Change and Organizational Diversity*, 2007.

125. S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

126. E. J. Bartelsman et M. Doms, « Understanding productivity : lessons from longitudinal micro-data », 2002 ; pour le cas japonais, voir K. Nishimura, T. Nakajima et K. Kiyota, « Innovation versus diffusion : determinants of productivity growth among Japanese firms », 2005.

entreprises. Selon nous, l'intensité et la durée de la crise japonaise ne s'expliquent pas par l'absence de changement institutionnel – on a vu, dans la section précédente, combien ce dernier était important – mais, en partie, par des perturbations dans le système antérieur et l'émergence d'incompatibilités, qui traduisent un manque de cohérence et de coordination.

Cela nous conduit à critiquer certaines analyses institutionnalistes très influentes qui insistent sur le manque de diversité organisationnelle au niveau microéconomique¹²⁷. Cette vision « californienne » du capitalisme japonais, proposée par Masahiko Aoki alors professeur à Stanford, repose sur l'idée – fautive selon nous – que la diversité microéconomique est toujours bonne pour les performances macroéconomiques, dans la mesure où elle entretiendrait une dynamique schumpétérienne. Or, ce n'est pas toujours le cas : les bénéfices de la diversité microéconomique dépendent de la qualité de sa coordination.

La coordination comme source de croissance

Le problème de coordination n'est pas propre au capitalisme japonais contemporain, mais il est aggravé par la nature éminemment décentralisée de celui-ci. Sa source n'est ni la division du travail ni la structure du jeu, mais l'hétérogénéité fondamentale des organisations. Il est possible de distinguer deux formes de coordination, privée et publique, ce qui nécessite d'aller au-delà d'une approche centrée sur la coordination par le marché¹²⁸.

Pour donner une idée plus concrète de ce qu'est la coordination hors marché, précisons ici certains de ses bénéfices et de ses limites en lien avec la croissance. Du côté des bénéfices, outre les fonctions d'assurance, de partage des risques et de distribution, le plus important pour la croissance concerne la diffusion des innovations techniques et managériales,

127. M. Aoki, *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity. Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies*, 2000.

128. S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

ce qui permet de concrétiser les externalités potentielles. On pense ici, par exemple, aux *spillovers* – dont l'effet est tout sauf automatique – ou bien encore à la diffusion d'un mode de production comme le « toyotisme ». Cependant, à côté de ces bénéfiques potentiels, la coordination hors marché comporte un certain nombre de limites. Outre le risque de développement d'une économie de rente ou la légitimité problématique de l'État à jouer le rôle d'arbitre, il semble que si les crises qui affectent les capitalismes coordonnés sont généralement moins brutales que celles des capitalismes libéraux, il est souvent plus difficile d'en sortir.

Les formes concrètes de coordination dépendent de la structure institutionnelle de chaque économie. Dans le contexte japonais, il est possible de distinguer trois types de coordination suivant l'acteur et le niveau considérés : le niveau de la structure industrielle (rôle des conglomérats de type *keiretsu* ou non, et de la sous-traitance), celui des industries et des relations professionnelles (*shunto* ou « offensive de printemps », un mécanisme de négociation collective des salaires) et, enfin, celui du gouvernement (politique industrielle et « bureaucratisme », c'est-à-dire la représentation dans chaque ministère des intérêts divers de la société). Dans le cadre de cet opuscule, on se limitera à la présentation du *shunto*¹²⁹.

Le *shunto* a constitué, des années 1960 aux années 1980, un élément essentiel de la coordination entre les entreprises au niveau sectoriel et de la coordination entre les syndicats et le patronat. Ce mécanisme, qui assurait une hausse coordonnée des salaires en fonction des gains de productivité, a notamment permis de distribuer ceux-ci entre les secteurs et de contenir l'inflation tout en permettant des hausses de salaire. Cependant, cette pratique comprenait un certain nombre de contraintes. Elle supposait que les employeurs acceptent de perdre une partie de leur autonomie dans la politique salariale. Elle leur imposait de négocier et de consentir des concessions allant bien au-delà de ce qu'elles auraient dû

129. Pour une présentation détaillée des autres formes de coordination, voir *ibid.*

accepter dans un rapport de forces qui leur était très favorable au niveau de l'entreprise. À partir de la fin des années 1980, le *shunto* a connu un déclin, qu'il s'agisse de sa couverture – de moins en moins d'entreprises sont impliquées dans le processus – ou de son objet – la négociation porte de moins en moins sur la croissance des salaires en relation avec les gains de productivité, ce qui était sa vocation principale, et de plus en plus sur des sujets certes importants, comme les conditions de travail, mais sur lesquels les syndicats ne sont pas en mesure d'aller au-delà de déclarations de principes relativement vagues. Cette évolution est tout à fait conforme aux recommandations contenues dans un rapport de l'association patronale Nikkeiren – prédécesseur de l'actuel Keidanren – en faveur d'une gestion des salaires en fonction des situations individuelles des entreprises, ce qui explique la défection *de facto* des employeurs¹³⁰.

Depuis la fin des années 1990, de nouvelles formes de coordination ont émergé, et c'est à ce niveau que se construit un nouveau régime de croissance, même si ce renouveau n'est pas général – ainsi, il ne concerne pas le *shunto*. Un exemple marquant concerne la diffusion de l'innovation, à travers les *spillovers* des entreprises les plus productives à l'ensemble de l'économie. Plusieurs raisons expliquent la diminution de ces derniers et de leurs effets sous l'impact d'un déclin de la coordination : moindres interactions entre les entreprises d'un même groupe avec le déclin des *keiretsu* et la fluidification des relations de sous-traitance, et renforcement des droits de la propriété intellectuelle à travers l'équivalent de la loi américaine Bayh-Dole au Japon en 1999, donnant la possibilité à toute organisation non lucrative de breveter ses découvertes et ses inventions. Cette faculté nouvelle a notamment renforcé les incitations pour les entreprises à investir dans la recherche et le développement, mais a également pu diminuer la diffusion pratique de ces innovations. Depuis quelques années, il semblerait néanmoins que l'on observe un renouveau.

130. Nikkeiren, *Japanese Business Management in the New Era*, 1995.

Une analyse de l'évolution des *spillovers* au niveau de l'ensemble de l'économie pose de redoutables problèmes méthodologiques et est hors de portée aujourd'hui. Pourtant, dans une étude de cas, celle de la robotique, nous avons montré comment les collaborations entre les entreprises et les consortiums publics de recherche et développement contribuaient à l'émergence de *spillovers* dans l'économie de façon significative¹³¹. Ces *spillovers* constituent la clé de la croissance¹³², ce qui doit conduire à repenser, dans une perspective d'économie politique, le rôle et la forme de la politique industrielle dans un environnement libéralisé et financiarisé¹³³. Loin de toute forme de dirigisme, le ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie (METI) expérimente, en étroite relation avec divers acteurs tels que les entreprises, les universités, les centres de recherche publique, les collectivités locales et des associations, la promotion de nouvelles formes de collaboration. Cette politique est déjà effective à travers la mise en place de *clusters* ou de consortiums dédiés à des thèmes décidés avec les différents acteurs ; elle peut être encore renforcée par la mise en place d'un cadre (légal, industriel) visant à éliminer les obstacles à la collaboration, comme le manque de confiance ou de règles concernant la propriété intellectuelle. Il y a là des marges de manœuvre en termes de politique économique qui peuvent être valorisées.

131. S. Lechevalier, Y. Ikeda et J. Nishimura, « Investigating collaborative R&D using patent data : the case study of robot technology in Japan », 2011 ; S. Lechevalier, Y. Ikeda et J. Nishimura, « The effect of participation in government consortia on the R&D productivity of firms : a case study of robot technology in Japan », 2010.

132. K. Ikeuchi, R. Belderbos, K. Fukao, Y. G. Kim et H. U. Kwon, « Buyers, suppliers, and R&D spillovers », 2015.

133. S. Lechevalier, P. Debanes et W. Shin, « Financialisation and industrial policy. Comparing Japan and Korea », *Structural Change and Economic Dynamics*, 2016, à paraître.

RESEGMENTATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL ET MONTÉE DES INÉGALITÉS

Plusieurs éléments témoignent de la montée des inégalités au Japon au cours des vingt-cinq dernières années, ce qui dément le scénario parfois avancé d'une stagnation heureuse. Les inégalités seraient-elles aussi un des facteurs qui ont conduit à installer une croissance plus faible ? Nous le pensons, à la fois parce qu'elles dépriment la consommation des ménages ayant la plus forte propension à consommer et parce que, sans être la cause première de la déflation, elles contribuent à l'enraciner.

La croissance des inégalités

Plusieurs indicateurs révèlent l'accroissement des inégalités au Japon : la croissance du coefficient de Gini pour les revenus¹³⁴, une augmentation de la pauvreté absolue et une montée des emplois dits non réguliers – une catégorie japonaise qui regroupe les emplois à temps partiel et les emplois contractuels à durée limitée. La trajectoire du Japon en matière d'inégalités est exceptionnelle par rapport à celle de pays comparables. Elle constitue aussi un élément emblématique de la « grande transformation » que le capitalisme japonais a connu depuis le début des années 1980. Deux autres indicateurs, le taux de chômage et les inégalités mesurées par le poids des plus hauts revenus ont certes également connu une augmentation, mais sans comparaison avec ce qui a été observé en Europe et aux États-Unis durant la même période (Figure 11).

134. Le coefficient de Gini mesure l'écart de la distribution des revenus (ou de la richesse) au sein de la population par rapport à une distribution égalitaire. Un coefficient de zéro correspond à une société strictement égalitaire, un coefficient de un à une société inégalitaire (un seul individu reçoit la totalité des revenus) ; une augmentation du coefficient correspond donc à une montée des inégalités.

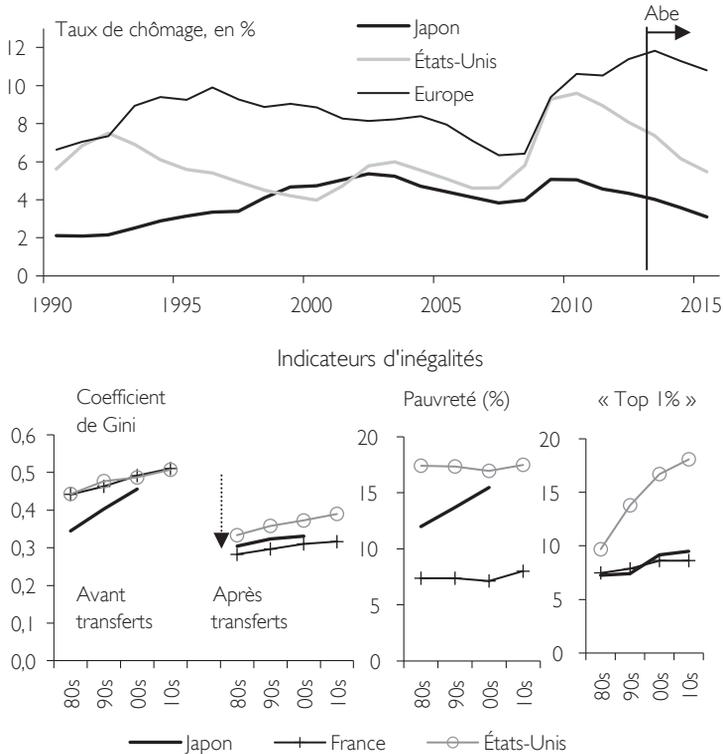


Figure 11 – Taux de chômage et mesure des inégalités (1990-2015).

Deux premiers graphiques : coefficient de Gini avant et après redistribution ;
troisième graphique : taux de pauvreté après redistribution (en %) ;
quatrième graphique : revenus des 1 % les plus riches (« Top income »).

Commentaires : le taux de chômage au Japon a connu un pic à 5,4 % en 2002, puis une nouvelle augmentation plus faible à 5,1 % après le choc Lehman en 2009 ; depuis, il est en baisse continue et a atteint 3,1 % à la fin de l'année 2015, soit une diminution de plus d'un point depuis le début du mandat de Shinzo Abe ; les inégalités au Japon ont augmenté à la fin des années 1980, avec notamment un

coefficient de Gini après redistribution et un taux de pauvreté intermédiaire désormais situés entre les taux européen et américain ; la fraction des revenus perçue par les 1 % des ménages les plus riches a augmenté plus modérément, un peu plus fortement qu'en Europe, mais bien en deçà de son évolution aux États-Unis.

Explication : le coefficient de Gini montre la concentration des revenus avant et après transferts sociaux ; la flèche entre les deux graphiques de gauche illustre la manière dont la distribution devient plus égalitaire après transferts sociaux, mais aussi comment le Japon devient, relativement à l'Europe, plus inégalitaire. Le taux de pauvreté est mesuré par la fraction de la population qui reçoit la moitié ou moins du revenu médian après redistribution (transferts sociaux et impôts).

Sources : FMI et MHWL du Japon ; OCDE ; The World Top Income Database (Paris School of Economics).

Du côté des évolutions traduisant une dégradation, le coefficient de Gini sur le revenu avant redistribution est passé de 32 % au milieu des années 1980 à 42 % au milieu des années 2000¹³⁵. Le Japon était parvenu jusque dans les années 1970 à concilier efficacité économique et équité, avec un coefficient de Gini après redistribution comparable à celui de la Suède, un des plus bas des pays de l'OCDE. De plus, contrairement à ce dernier pays, ce bon résultat provenait principalement de la distribution primaire des revenus plutôt que de la progressivité de la politique fiscale. La situation s'est cependant progressivement dégradée, les inégalités de salaires au Japon dépassant la moyenne de l'OCDE depuis le milieu des années 2000. Cette tendance s'est stabilisée depuis, mais la perception de la montée des inégalités s'est renforcée¹³⁶. Parallèlement, la part des personnes en état de pauvreté relative (part de la population recevant la moitié ou moins du revenu médian) a augmenté de 12 % en 1985 à 16 % en 2009, le Japon étant le pays de l'OCDE ayant connu l'augmentation

135. Enquête sur les conditions de vie du ministère de la Santé, du Bien-être et du Travail, 2011.

136. D. Chiavacci et C. Hommerich (éd.), *Social Inequality in Post-Growth Japan : Transformation during Economic and Demographic Stagnation*, 2016.

la plus forte de cet indicateur au cours de cette période¹³⁷. La part des travailleurs non réguliers a progressé de 15 % au cours des années 1980, atteignant 35 à 40 % aujourd'hui ; ces emplois représentent plus de 80 % des emplois créés.

Parmi les évolutions pour lesquelles le Japon enregistre, malgré une détérioration, des résultats relativement meilleurs que ceux des autres pays de l'OCDE, on retiendra deux exemples. D'une part, le Japon n'a pas connu de chômage de masse, le taux maximal observé étant de 5,4 % en 2002, selon des modalités de calcul tout à fait comparables à celles de la France. D'autre part, le poids des hauts revenus est resté relativement stable depuis trente ans, ne connaissant qu'une modeste augmentation au cours des dix dernières années, par comparaison avec les évolutions enregistrées aux États-Unis, ainsi que l'ont montré Chiaki Moriguchi et Emmanuel Saez¹³⁸.

La dynamique du travail au cœur de la croissance des inégalités

Comment expliquer ces résultats contrastés sur les inégalités au Japon ? Une approche se concentrant sur les hauts revenus et mettant en avant l'écart entre le taux de croissance et le taux de rendement du capital ne permet pas de rendre compte des évolutions les plus récentes, alors qu'elle parvient à bien expliquer la trajectoire japonaise durant un siècle, jusqu'au milieu des années 1970¹³⁹. Pour la période récente, en revanche, le travail joue un rôle beaucoup plus important que le capital pour expliquer la montée récente des inégalités au Japon. De même, nos travaux empiriques conduisent à minimiser l'impact du vieillissement de la population

137. *Ibid.*

138. C. Moriguchi et E. Saez, « The evolution of income concentration in Japan, 1886-2005 : evidence from income tax statistics », 2008.

139. T. Piketty, *Le Capital au XXI^e siècle*, 2013 ; C. Moriguchi et E. Saez, *ibid.*

– comme avancé par Fumio Ohtake¹⁴⁰ – ou l'explication classique par l'impact du progrès technique biaisé.

La resegmentation du marché du travail depuis les années 1980 est, selon nous, l'explication principale de la montée des inégalités¹⁴¹. Ses trois blocs constitutifs sont présentés dans le Tableau 5 et expliqués ici.

Le premier bloc concerne le marché du travail, qui est à proprement parler la matrice des inégalités. L'évolution de la structure de celles-ci doit être étudiée en prenant en compte les caractéristiques des entreprises et celles des individus. Nous avons montré dans plusieurs travaux que ce sont ces caractéristiques qui permettent d'expliquer la montée des inégalités depuis plusieurs décennies¹⁴². Ainsi, alors que celles-ci pouvaient s'expliquer au cours des années 1970 par un clivage entre hommes et femmes, on observe à partir des années 1990 une montée des inégalités intragroupes en fonction du point de vue de la variable sexe, c'est-à-dire entre les hommes d'une part et entre les femmes d'autre part. De même, le niveau d'éducation ne joue pas un rôle déterminant. Quant à l'âge, plusieurs indicateurs – tels que le taux d'emploi non régulier – montrent que ce sont les jeunes qui sont principalement touchés par la crise du marché du travail. Même si les travaux de Yuji Genda, entre autres, concluent à l'absence « d'effet cicatrice » des conditions d'entrée sur le marché du travail et qu'on ne peut pas parler de génération perdue¹⁴³.

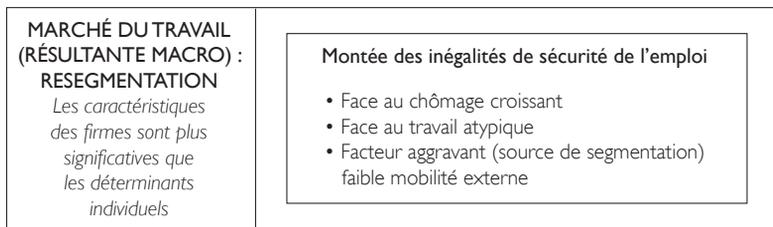
140. F. Ohtake, « Nihon no Fubyoudou (Les inégalités au Japon) », 2005.

141. S. Lechevalier, « The "re-segmentation" of the Japanese labor market. Investigating the impact of industrial dynamics », 2014.

142. S. Lechevalier « The "re-segmentation" of the Japanese labour market : investigating the impact of industrial dynamics », in D. Chiavacci et C. Hommerich (éd.), *Social Inequality in Post-Growth Japan : Transformation during Economic and Demographic Stagnation* 2016.

143. Y. Genda, *A Nagging Sense of Job Insecurity. The New Reality Facing Japanese Youth*, 2005.

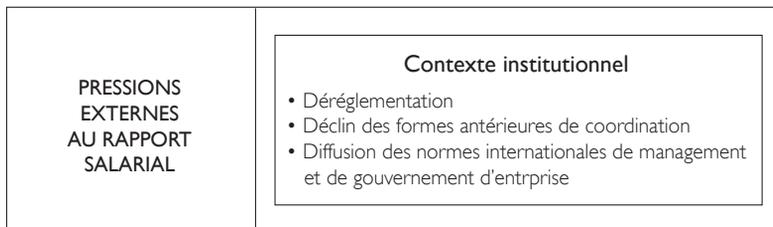
Tableau 5 – Représentation schématique de la dynamique des inégalités



L'hétérogénéité croissante des firmes, base de la resegmentation



Principal canal de transmission : contraintes financières



Sources : S. Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, 2011.

Dans ces conditions, il faut regarder du côté des caractéristiques des entreprises (deuxième bloc). Les déterminants des inégalités sur le marché du travail japonais se situent au niveau de la dynamique des firmes. Ce second bloc nous permet d'analyser la resegmentation du marché du travail à proprement parler. Un détour historique est nécessaire ici. Pendant les années 1950, les inégalités salariales étaient relativement élevées dans le contexte d'un marché du travail dual : la ligne de clivage passait déjà entre deux types d'entreprises, les grandes et les petites, et l'écart de productivité du travail et de salaire au Japon entre ces deux types d'entreprise était alors trois ou quatre fois plus important (selon les mesures) qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Par la suite, à partir des années 1960, dans un contexte de faible chômage et d'une demande de travail excédant l'offre, on a assisté à une forte diminution de cette forme d'inégalités salariales, ce qui correspond à une période de déssegmentation. Cette période a pris fin pendant les années 1990, avec une croissance de la dispersion de la productivité et des salaires entre les firmes japonaises. La spécificité tient à ce que cet écart croissant est observé pour des firmes de taille similaire et appartenant à des secteurs identiques. Autrement dit, cette resegmentation s'opère sur la base de nouvelles lignes de clivage que seule une étude approfondie de la dynamique industrielle au niveau microéconomique peut nous aider à comprendre.

Reste à déterminer les causes de l'hétérogénéité des entreprises (troisième bloc). On a vu précédemment que celle-ci tient moins à l'impact du progrès technique qu'à celui de l'internationalisation de l'économie japonaise et du processus de libéralisation dans une économie décentralisée. Ce dernier point conduit à penser qu'il est essentiel de mettre en place des mécanismes de coordination pour réduire les inégalités.

L'impact négatif des inégalités sur la croissance

L'impact négatif des inégalités sur la croissance n'est pas un thème nouveau, mais il connaît un regain d'intérêt – dont témoignent plusieurs publications

importantes¹⁴⁴ – dans un contexte où, en moyenne, l'écart entre les plus riches et les plus pauvres a atteint son niveau le plus élevé depuis 30 ans.

De ce point de vue, le Japon est un cas d'école, même si les mécanismes à l'œuvre sont parfois différents de ceux mis en avant par la littérature. On retrouve ainsi un impact négatif sur le capital humain agrégé, conduisant à l'incapacité de la fraction croissante des plus pauvres à investir dans leur éducation. Mais ce n'est peut-être pas là l'essentiel et trois autres mécanismes nous semblent particulièrement importants pour expliquer la dynamique de la croissance et des prix depuis les années 1990. Tout d'abord, la stagnation des salaires qui a contribué à enraciner la déflation, même si elle n'en est pas la cause principale. Ensuite, la fraction des travailleurs les moins riches, ayant la propension à consommer la plus forte, qui a vu son revenu relatif diminuer. En l'absence de filet de sécurité sociale fort comme dans les pays européens, cela a contribué à déprimer la demande interne. Cette situation a freiné la transformation du régime de croissance vers une contribution plus importante de la consommation. La pauvreté et les inégalités constituent donc un véritable frein structurel à la croissance.

Enfin, il ne faut pas négliger l'impact négatif de la perception subjective des inégalités. Sébastien Lechevalier et Odile Rouhban montrent ainsi que les Japonais ont tendance à surestimer la montée des inégalités. De plus, par contraste avec les États-Unis mais de façon assez comparable avec la France, cette évolution des inégalités provoque un sentiment d'anxiété, y compris au sein des couches plus favorisées¹⁴⁵. Et plusieurs enquêtes internationales d'opinion, dont l'enquête conduite par

144. M. Spence (éd.), *The Growth Report : Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*, 2008 ; R. Rajan, *Fault Lines : How Hidden Fractures still Threaten the World Economy*, 2010 ; J. Stiglitz, *The Price of Inequality*, 2013 ; F. Cingano, « Trends in income inequality and its impact on economic growth », 2014.

145. S. Lechevalier et O. Rouhban, « Revisiting cross-national variations in preference for redistribution. Attitudes to inequalities, social beliefs, and welfare systems », 2016.

Gallup, placent les Japonais – et notamment les plus jeunes d'entre eux – parmi les plus pessimistes du monde, juste derrière les Français. Parmi les facteurs avancés pour justifier ce pessimisme figurent en bonne place la crainte de la pauvreté et la montée des inégalités. Cela rend délicate toute projection vers l'avenir pour une partie de la population, et menace d'affecter négativement la croissance, même si l'évaluation de cet effet reste difficile à ce stade.

4. Les *Abenomics*, une innovation de politique économique ?

Depuis leur lancement en 2012, les *Abenomics* ont attiré l'attention bien au-delà du Japon. Les raisons de l'intérêt qu'on leur porte sont multiples. Et d'abord, le fait qu'elles interviennent dans un contexte particulier au Japon, faisant suite à vingt ans de politiques économiques, qui ont été critiquées plus ou moins à juste titre, et après une déflation dont le Japon peine à s'extraire. Elles constituent aussi une tentative de formalisation d'un ensemble de politiques cohérentes, en partie pour des raisons de marketing politique, mais aussi dans un souci d'efficacité, avec une hiérarchisation des priorités, des moyens et des objectifs et la fixation d'un calendrier. Une autre raison est que les *Abenomics* fournissent un contre-exemple frappant de volontarisme, qui s'oppose au contexte général d'impuissance du politique et au décalage perçu entre les promesses électorales et le contenu des politiques menées, souvent en contradiction avec les premières. Shinzo Abe a présenté des engagements clairs au moment des échéances électorales, et s'est efforcé de les respecter. À titre d'illustration, Paul Krugman, un commentateur critique de la politique japonaise des années 1990, s'est montré particulièrement élogieux : « Ce qu'il y a de vraiment remarquable dans les *Abenomics* – la combinaison d'un *stimulus* monétaire et budgétaire – est qu'aucune économie avancée n'essaie quelque chose de semblable¹⁴⁶. » De contre-modèle, le Japon redevient un modèle.

L'expérience des *Abenomics* a aussi attiré l'attention en Europe où, dans un contexte de stagnation économique persistante dans une majorité de pays, des débats vifs se déroulent concernant les politiques monétaires et budgétaires, mais aussi la stratégie de croissance. On notera l'ironie du paradoxe de voir les partisans d'une « autre politique » en Europe vanter

146. P. Krugman, « Japan the model », 23 mai 2013.

les mérites d'une politique économique mise en œuvre par un gouvernement conservateur non européen. L'inspiration de Shinzo Abe est aussi très éloignée de celle de ces admirateurs : ne vient-elle pas du monde médiéval japonais des royaumes combattants – la solidité d'un faisceau de « trois flèches » opposée à la fragilité de chacune d'entre elles, une anecdote qui est aussi le point de départ du film « Ran » d'Akira Kurosawa en 1985 – et ne se nourrit-elle pas de la rhétorique de la Dame de fer, quand Shinzo Abe achève une allocution à Londres en 2013 en empruntant à Margaret Thatcher l'acronyme TINA ou « *There Is No Alternative* » ?

Ce chapitre est destiné à répondre à une série de questions. Que sont les *Abenomics* ? Constituent-ils une innovation de politique économique et, dans ce cas, en quel sens ? Quel bilan peut-on en faire au bout de trois ans ? Quelles leçons peut-on en tirer, et dans quelle mesure est-il souhaitable de les importer ?

PROJET POLITIQUE, PROJET ÉCONOMIQUE

L'économie au service d'un projet politique

Les *Abenomics* ne sont pas une expérience économique en laboratoire. Autrement dit, il ne s'agit pas d'une politique indépendante de son contexte. La dimension politique de ce dernier est également particulièrement importante, avec des élections parlementaires quasiment chaque année. L'économie mondiale est dans une phase favorable de reprise, mais à un rythme plus lent qu'anticipé et à un niveau plus faible qu'avant la crise. Les *Abenomics* ont aussi bénéficié de la baisse de l'aversion au risque mondial, avec la sortie graduelle de crise en Europe et la dépréciation du yen. Enfin, compte tenu du rôle supposé de catalyseur des accords commerciaux en cours de négociation, une partie des résultats dépend aussi de l'état de la conjoncture des partenaires américains, asiatiques ou européens.

Comme on l'a mentionné, l'expérience des *Abenomics* a particulièrement intéressé les partisans d'une autre politique en Europe. Or, cette

stratégie non conventionnelle de politique économique ne fait pas de Shinzo Abe le héraut de cette alternative. L'Encadré 2 présente son idéologie ainsi que les autres dimensions de sa politique qu'on ne saurait réduire à l'économie¹⁴⁷.

Il est important de comprendre les origines intellectuelles des *Abenomics*. Les politiques économiques suivies par Shinzo Abe remettent en question les débats classiques sur la politique économique au Japon, mais aussi, potentiellement, dans le reste du monde : l'accent doit-il être mis sur une politique de demande, au risque d'aggraver la dette publique, ou sur une politique de l'offre potentiellement récessive dans le court terme ? La déflation est-elle d'origine réelle ou d'origine monétaire ? Faut-il consolider les finances publiques ou mener une politique de relance budgétaire ? Entre les différentes analyses de la crise japonaise, du bilan des politiques économiques depuis plus de vingt ans et de l'état de l'économie dans la période troublée qui s'ouvre après le choc de 2008, les *Abenomics* font des choix tranchés mais semblent aussi essayer de maintenir un équilibre entre des opinions contradictoires. C'est pendant sa traversée du désert, entre la fin de son premier mandat en 2006 et son retour au pouvoir six ans plus tard, que Shinzo Abe a consulté un certain nombre d'experts en politique économique qui ont contribué aux débats évoqués ci-dessus. Parmi eux, on peut citer Yuya Takahashi, un ancien haut fonctionnaire du ministère des Finances, et Koichi Hamada, professeur d'économie à l'université de Yale, à qui l'on attribue habituellement la création de l'expression *Abenomics* et, surtout, les recommandations en termes de politique monétaire non conventionnelle. Grâce à Hamada, Shinzo Abe a eu accès aux débats américains sur la politique économique au Japon, sans que l'on puisse cependant reconnaître directement la paternité de mesures précises à des économistes tels que Paul Krugman.

147. S. Lechevalier, « Ce surprenant Shinzo Abe », 5 mai 2014.

Encadré 2 – Qui est Shinzo Abe ?

Le fait que Shinzo Abe, qui a étudié les sciences politiques à l'université Seikei, donne son nom à un ensemble de politiques économiques a surpris plus d'un observateur, tant Abe est loin d'avoir construit sa réputation sur son intérêt pour l'économie, comme le montre son premier mandat de Premier ministre en 2006-2007. Son intuition a été de prendre en compte les aspirations prioritaires des citoyens japonais, en mettant l'accent sur le redressement de l'économie avant de chercher à atteindre ses propres objectifs prioritaires, qui concernent avant tout la politique internationale et la politique de défense du Japon.

Shinzo Abe était surtout connu pour ses positions parmi les plus nationalistes des membres de son parti, le PLD, vaste coalition d'individus aux idées diverses et dont le lien idéologique est principalement celui du conservatisme politique. Abe lui-même, dans divers entretiens et surtout dans son livre *Utsukushii kuni e (Vers un magnifique pays)* explique les fondements de son idéal politique qu'il relie à sa propre histoire familiale, en premier lieu à la figure de son grand-père maternel, Nobusuke Kishi, Premier ministre du Japon de 1957 à 1960 après avoir été emprisonné comme suspect de crime de guerre dit de « classe A » (fauteur de guerre), entre 1945 et 1948. Dans la lignée de son grand-père, l'objectif ultime d'Abe est de tourner la page de l'après-guerre et de redonner une fierté nationale aux Japonais. Cela passe par la réforme de l'éducation, une diplomatie plus forte et la suppression des restrictions pacifistes pesant sur l'armée. Lors de son premier mandat, Abe a ainsi fait voter des modifications importantes à la loi fondamentale sur l'éducation, afin de pouvoir introduire dans les écoles l'enseignement du patriotisme, le salut au drapeau et le chant de l'hymne national.

Depuis 2012, cette dimension nationaliste s'est traduite, par exemple, par les visites de plusieurs personnalités du gouvernement et du PLD au sanctuaire Yasukuni – où sont honorés les morts japonais des guerres passées, y compris ceux qui ont été reconnus comme criminels de guerre la suite à la Seconde Guerre mondiale – et par des déclarations révisionnistes de proches d'Abe, par exemple sur l'esclavage sexuel dit des « femmes de réconfort » organisé par l'armée japonaise dans la partie de l'Asie occupée alors par le Japon. Shinzo Abe, qui n'avait pas visité ce sanctuaire au cours de son premier mandat, s'y est rendu une fois en trois ans, à la fin de l'année 2013. Les tensions avec la Chine et la Corée du Sud, antérieures à l'arrivée de Shinzo Abe au pouvoir et qui ont d'ailleurs contribué à son retour à la tête de son parti en 2012, se sont accrues, ce qui tranche avec son premier mandat pendant lequel il avait plutôt contribué à apaiser ces tensions par rapport à son prédécesseur, Junichiro Koizumi. Après deux ans sans rencontre de haut niveau, les dirigeants japonais, chinois et coréens ont finalement repris prudemment ces rencontres dans le courant de l'année 2015.

Ces caractéristiques nationalistes étaient présentes dans le programme de Shinzo Abe lors de la campagne électorale de 2012, dont le slogan était « Remettre le Japon sur pied ». L'économie occupait bien sûr une place importante dans ce programme avec les *Abenomics*. Étaient également mis en avant l'adhésion du Japon au processus de négociation de l'accord de partenariat transpacifique (TPP), ce qui dépasse la sphère proprement économique, et le redémarrage progressif des centrales nucléaires qui avaient été arrêtées à la suite de l'accident de Fukushima.

Deux mesures en particulier ont occupé les débats publics et mobilisé une partie de l'opinion. D'une part, les tentatives de réviser la Constitution, notamment son article 9 qui restreint fortement la nature et les formes d'action des forces armées japonaises, qui ont

abouti finalement à une « réinterprétation » du texte. D'autre part, l'introduction d'une loi sur les secrets spéciaux, mettant en place des sanctions exceptionnelles pour la divulgation de secrets qualifiés de spéciaux et dont la définition est laissée à la discrétion des ministères.

L'histoire nous dira si l'on peut classer Abe parmi les Premiers ministres les plus importants du Japon depuis 1945. Si tel est le cas, on peut prédire que cela sera moins pour sa politique économique, qu'elle réussisse ou non, que pour sa politique internationale qui aura contribué à tourner définitivement la page de la Seconde Guerre mondiale, au prix de tensions accrues avec les voisins chinois et coréens.

Trois ruptures économiques

La politique économique menée depuis décembre 2012 par Shinzo Abe marque trois ruptures par rapport aux politiques antérieures : la politique économique est la priorité de l'action gouvernementale, tout en étant au service d'un projet nationaliste ; l'articulation conjointe des trois instruments de politique économique est mise en avant ; enfin, une nouvelle direction est donnée à la politique monétaire. En rupture avec la pratique de ses prédécesseurs, cette politique ne constitue cependant pas une révolution vis-à-vis des politiques économiques mises en œuvre dans les autres pays de l'OCDE.

La première rupture tient à l'accent mis sur l'économie comme priorité du Premier ministre. Les chefs de gouvernement qui ont précédé Shinzo Abe avaient des préoccupations soit plus ciblées, soit non centrées sur l'économie. Par exemple, l'accent principal avait porté sur la relance budgétaire pour Keizo Obuchi (1998-2000) ou Taro Aso (2008-2009) ; la renégociation du statut des bases militaires américaines pour Yukio Hatoyama (2009-2010) ; la préparation de l'augmentation de la

taxe sur la consommation et la politique énergétique après le séisme pour Naoto Kan et Yoshihiko Noda (2010-2012). Les deux Premiers ministres précédents à avoir présenté un programme plus large étaient Ruytaro Hashimoto de 1996 à 1998 (libéralisation financière, consolidation budgétaire, réforme administrative et indépendance de la banque centrale) et Junichiro Koizumi de 2001 à 2006 (assainissement du secteur bancaire, présenté initialement comme un « plan antidéflationniste », réforme de la Poste, réforme des collectivités locales en 2003 et des retraites en 2004, faisant suite à l'abandon en 2002 d'un plan ciblé d'assainissement des finances publiques).

Shinzo Abe lui-même, lors de son premier mandat de 2006 à 2007, dans un contexte économique de reprise, avait mis l'accent sur la politique étrangère et la réforme de la Constitution. Ce point restait marquant pour Shinzo Abe, mais compte tenu de l'importance accordée par les électeurs à la situation économique, il a aussi fait campagne sur l'économie lors des deux élections de 2013 et de 2014. Abe a ainsi su maintenir une cote de popularité de plus de 45 % pendant les deux premières années, ce que seul un de ses prédécesseurs était parvenu à accomplir – même si cette cote a fluctué, souffrant lors de chacune de ses initiatives sur la Constitution ou sur les libertés civiles, et remontant quand il se consacrait à nouveau à l'économie (Figure 12). Le poids consacré à l'économie est aussi illustré par la création – ou la revitalisation – de trois organes consultatifs : le Conseil de politique économique et budgétaire (CEFP), auquel Abe participe régulièrement, le Conseil sur la compétitivité industrielle (CIC) et le Conseil pour la réforme réglementaire (CRR). Shinzo Abe s'appuie sur les réformes accomplies par ses prédécesseurs, notamment la centralisation de la décision sous l'autorité du Premier ministre, impulsée par la réforme administrative de Hashimoto et mise en œuvre de façon aboutie par Koizumi.

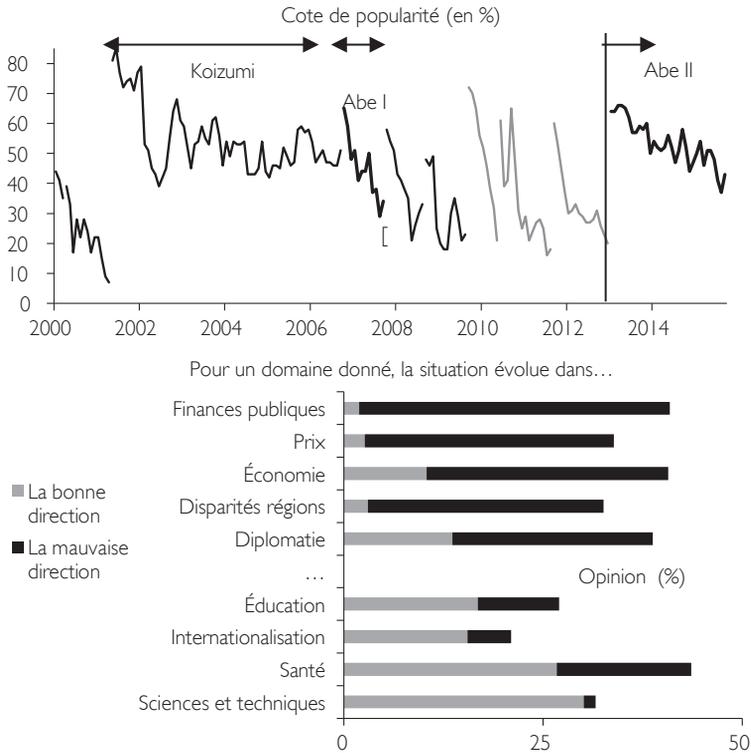


Figure 12 – Cote de popularité des Premiers ministres (2000-2015) et opinions sur l'économie.

Commentaires : Shinzo Abe est parvenu à conserver une cote de popularité supérieure à 45 %, finalement très proche de celle de son prédécesseur Junichiro Koizumi, en concentrant son action sur l'économie qui demeure la préoccupation principale des Japonais ; en moyenne, les cinq Premiers ministres précédents (y compris Abe lors de son premier mandat) avaient vu leur cote de popularité descendre en dessous de ce seuil au bout de quatre mois et avaient été remplacés au bout d'un an.

Sources : NKK, septembre 2015 ; CAO, enquête d'opinion janvier 2015.

Une seconde rupture découle de l'articulation conjointe des trois piliers (les « trois flèches ») de la politique économique, qui se décline aussi en adjectifs : politique budgétaire « flexible », politique monétaire « audacieuse », politique de croissance tournée vers l'investissement privé. Comme on l'a vu précédemment, les trois piliers de politique économique ont, le plus souvent, servi à des actions indépendantes voire contradictoires, car non coordonnées par les différents acteurs responsables de chacun d'entre eux : ainsi, la Banque du Japon, qui défendait la thèse d'une déflation d'origine non monétaire quand Masaaki Shirakawa en était le gouverneur (2008-2013), considérait la mise en œuvre de réformes structurelles comme une précondition à une politique monétaire plus active. Les *Abenomics*, au contraire, insistent sur la complémentarité fondamentale entre les différentes dimensions de la politique économique, avec une priorité accordée au retour de la croissance dans un contexte déflationniste. Cette complémentarité est illustrée aussi par l'évolution des slogans politiques depuis dix ans : « Des réformes sans vaches sacrées » (Koizumi), « Pas de consolidation sans croissance » (Abe, premier mandat), « Investir dans les gens, pas dans le béton » (Hatoyama, allusion à la réorientation des dépenses des travaux publics vers les dépenses sociales). Les « trois flèches » sont devenues le slogan des *Abenomics* au début de l'année 2013, après les élections.

S'il ne s'agit pas à proprement parler une révolution, il y a là une mise en œuvre originale et explicite à travers la métaphore des trois flèches. Les politiques monétaire et budgétaire sont conçues comme des politiques permettant de gagner des marges de manœuvre, mais Shinzo Abe reconnaît que le succès de sa stratégie à long terme dépend de la croissance potentielle. La coordination entre les deux piliers de la politique contracyclique a été facilitée par le calendrier et le remplacement du gouverneur de la Banque du Japon à l'issue de son mandat en mars 2013. Quatre mois après la formation du gouvernement, Haruhiko Kuroda, favorable à la politique de Shinzo Abe, a ainsi succédé à Shirakawa à la tête de la banque du Japon.

La troisième rupture porte en effet sur la politique monétaire. Depuis son indépendance en 1997, la Banque du Japon a été dirigée par trois gouverneurs issus de l'institution, avec une grande continuité au niveau du personnel dirigeant. Elle a su maintenir la stabilité financière dans un contexte difficile, marqué par de nombreuses crises de natures diverses (bulle internet en 2001, choc Lehman en 2008 ou séisme en 2011). Comme déjà souligné dans le deuxième chapitre, la banque centrale a, en revanche, manqué de manière régulière l'objectif d'évolution des prix qui lui était fixé, en partie en raison d'une politique particulièrement prudente. Jugeant que la déflation était principalement d'origine structurelle plutôt que monétaire, la Banque du Japon s'est montrée réticente à mettre en œuvre une politique monétaire expansionniste en l'absence de consolidation budgétaire, craignant d'être perçue comme contribuant à la monétisation de la dette publique. Dans ce contexte, la politique monétaire devait suivre et non pas précéder les réformes structurelles et la consolidation budgétaire. Kuroda a inversé cette proposition. Les annonces de Shinzo Abe pendant la campagne électorale, puis la pression sur la banque centrale n'ont pas été sans conséquence sur l'indépendance *de facto* de celle-ci. Si le calendrier, qui a permis la nomination de Kuroda, n'avait pas été aussi favorable, on peut parier qu'une réforme institutionnelle aurait sans doute été envisagée.

S'ils sont innovants par rapport aux pratiques antérieures, les *Abenomics* constituent cependant, d'une certaine manière, la simple recherche d'une meilleure coordination des politiques, et correspondent, dans leur composante monétaire, aux recommandations d'un grand nombre d'économistes au lendemain du choc Lehman, même si leur application n'a été qu'incomplète ou seulement tardive aux États-Unis ou en Europe. En termes de conception, les volets budgétaires et structurels restent conventionnels. La politique de croissance, notamment, conserve une grande proximité avec les diagnostics et les remèdes proposés antérieurement, mais la différence tient à la mise en œuvre effective de ces mesures.

LES TROIS FLÈCHES EN PRATIQUE

Sortir de la déflation

Lors de la campagne électorale de 2012, Shinzo Abe avait souhaité un changement radical de politique monétaire et avait lancé un certain nombre de propositions, dont une cible d'inflation de 2 à 3 %, la révision de la loi organique de la Banque du Japon, ou le financement monétaire direct des emprunts pour les investissements publics. Avant même son élection et la nomination d'un nouveau gouverneur, ces changements monétaires attendus ont contribué à une dépréciation du yen de 25 % en six mois, soit plus des deux tiers de la dépréciation totale enregistrée depuis trois ans. Compte tenu du poids des entreprises exportatrices dans les indices boursiers, il n'est pas surprenant que l'indice Nikkei ait progressé sur la période de plus de 50 % (Figure 13).

La nouvelle politique monétaire, mise en œuvre dès la nomination de Kuroda, est appelée expansion quantitative et qualitative (QQE). Le changement porte autant sur la conception de la politique monétaire que sur les moyens mis en œuvre.

En matière de conception de la politique monétaire, la prudence antérieure de la banque centrale tenait à plusieurs raisons (perception d'échec de l'expérience d'expansion quantitative de 2000 à 2006, conviction que les causes de la déflation étaient structurelles, crainte d'une inflation élevée, etc.). La position de la Banque du Japon sur les limites des politiques non conventionnelles était aussi assez solitaire, et opposée au consensus des autres banques centrales, plus ouvertes aux politiques non conventionnelles¹⁴⁸. La position de Kuroda est plus en ligne avec les travaux récents sur la politique monétaire. Dans un discours de 2014, il cite lui-même

148. M. Joyce, D. Miles, A. Scott et D. Vayanos, « Quantitative easing and unconventional monetary policy : an introduction », 2012.

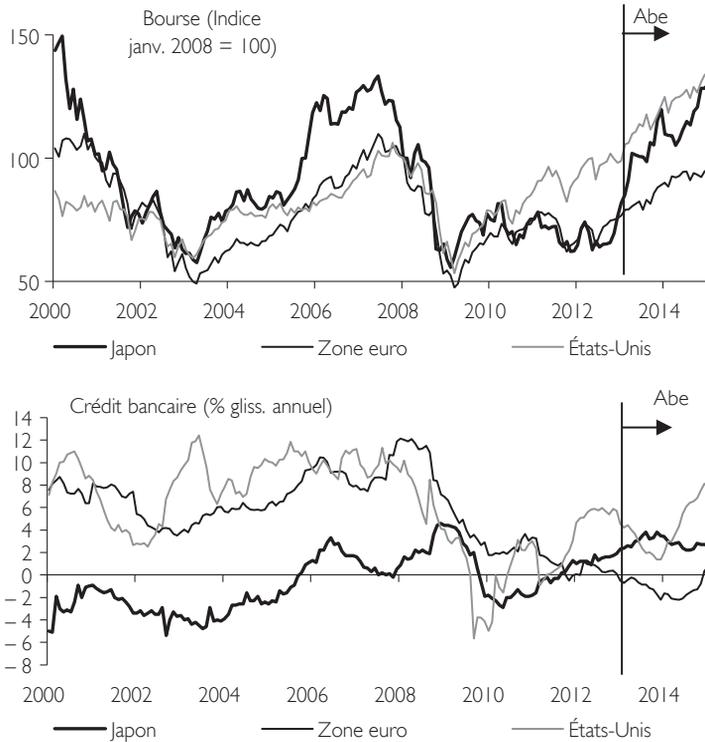


Figure 13 – Marchés financiers.

Commentaires : la réponse des marchés financiers aux *Abenomics* a été particulièrement favorable, le Japon comblant, dès la première année, le retard de performance boursière accumulé par rapport aux États-Unis. Sur longue période, cependant, les indices boursiers retrouvent simplement les niveaux pré-bulle ou les pics atteints lors de la reprise liée à la bulle internet, à la fin des années 1990, ou au moment de la reprise économique mondiale du milieu des années 2000.

Sources : Yahoo Finance.

Paul Krugman ou Gauti Eggertsson et Michael Woodford¹⁴⁹ comme des justifications théoriques à son action : une politique d'expansion quantitative peut contribuer à sortir d'une situation de trappe à liquidité comme celle que traverse le Japon depuis 1998.

En ce qui concerne les moyens employés, compte tenu de sa réticence en matière d'expansion quantitative, la Banque du Japon sous Shirakawa avait mis en œuvre de façon prudente un certain nombre de mesures. Cette précaution était perceptible dans les mises en garde officielles qui accompagnaient chaque décision d'expansion, sur les risques et l'incertitude concernant leur impact, ce qui contribuait largement à annuler celui-ci *via* les anticipations négatives des agents. Kuroda définit, au contraire, un nouveau cadre monétaire, avec un doublement de la masse monétaire à horizon de deux ans, afin d'atteindre un objectif d'inflation de 2 %.

La nouvelle politique repose sur trois canaux principaux pour sortir de la déflation : la réduction des taux d'intérêt à long terme ; l'augmentation des prêts et de l'investissement dans les actifs risqués ; et le changement des anticipations. Le premier objectif doit être atteint à travers les achats de bons du Trésor – à hauteur de 6 % du PIB chaque mois, montant porté à 7 % en 2014 – ou par les achats de titres risqués (OPCVM indiciels ou titres de portefeuille immobilier). La réduction des taux d'intérêt renforce le second canal de transmission, ce qui conduit à une augmentation des prêts et de la croissance, et à un retour de celle-ci vers le niveau de production potentiel. L'évolution des anticipations d'inflation, enfin, conduit indirectement à une baisse des taux d'intérêt réels et stimule ainsi l'investissement ; plus directement, elle provoque également une accélération de l'inflation.

149. P.Krugman, « It's baaack : Japan's slump and the return of the liquidity trap », 1998 ; G. Eggertsson et M. Woodford, « The zero bound on interest rates and optimal monetary policy », 2003 ; H. Kuroda, « The practice and theory of unconventional monetary policy », 2014.

Relancer et consolider

La politique budgétaire des *Abenomics* vise, selon le qualificatif officiel, la « flexibilité », un équilibre potentiellement ambigu entre consolidation budgétaire et politique de relance. La mesure phare de consolidation des finances publiques est la hausse de la taxe sur la consommation mise en œuvre en avril 2014. Les mesures de soutien à l'activité sont reflétées dans plusieurs plans de relance, votés par exemple début 2013 pour amortir par anticipation cette hausse prévue de la taxe. Enfin, trois budgets votés par le gouvernement Abe, de 2013 à 2015, contiennent aussi des indications sur l'orientation des finances publiques. La politique budgétaire a fait l'objet de nombreux débats entre ceux qui voulaient maintenir, retarder, ou allonger le calendrier d'augmentation de la taxe sur la consommation. En même temps, le gouvernement a maintenu les engagements des gouvernements précédents de diminuer par deux le déficit primaire entre 2010 et 2015 et d'atteindre un surplus primaire en 2020.

Du point de vue de la consolidation, la hausse de la taxe sur la consommation – nous avons vu dans le deuxième chapitre le rôle joué par une augmentation antérieure en 1997 – avait été préparée par le prédécesseur de Shinzo Abe. La loi sur la Sécurité sociale d'octobre 2012 prévoyait une augmentation en deux temps de la taxe sur la consommation, de 5 à 8 % en avril 2014, en fonction du cycle économique observé au cours des six mois précédents, et une deuxième augmentation de 8 à 10 % en octobre 2015, ces deux augmentations de la taxe devant rapporter respectivement 1,5 et 1,0 point de PIB de recettes supplémentaires. Si la première hausse de la taxe a bien été appliquée comme prévu, la deuxième augmentation a, en revanche, été repoussée jusqu'en mars 2017 en raison d'une croissance jugée décevante du PIB. Ce report illustre aussi une nouvelle fois les débats internes entre keynésiens et partisans de l'orthodoxie budgétaire : les conseillers de Shinzo Abe, comme Hamada, soutenu par Krugman, auraient convaincu le Premier ministre d'accorder la priorité au soutien de la demande, au détriment de la consolidation des finances publiques (Figure 14).

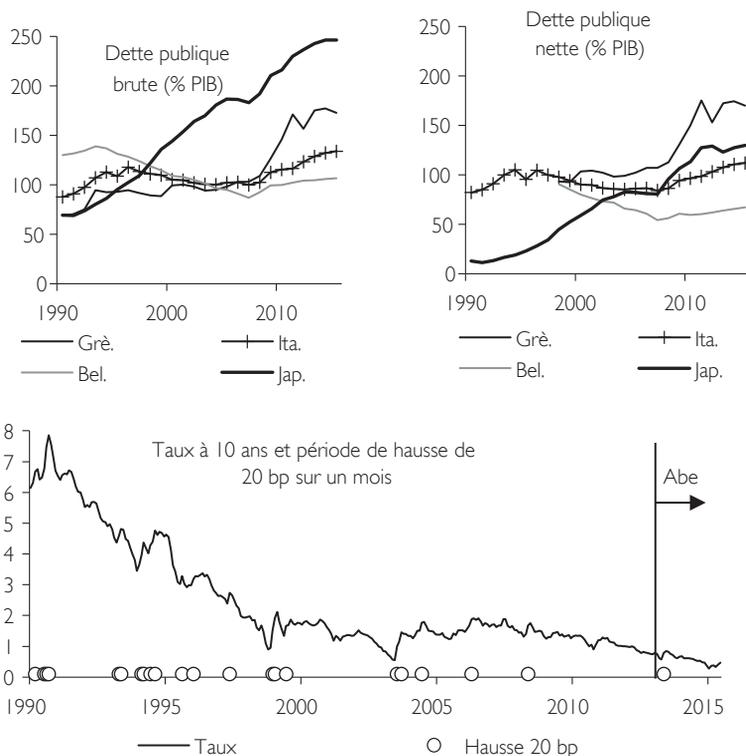


Figure 14 – Consolidation budgétaire et dette publique.

Commentaires : la dette publique brute au Japon est passée de 70 % du PIB en 1990 à 246 % en 2015 ; en revanche, la dette publique nette est plus faible, à 130 % du PIB soit 20 points de plus que l'Italie ; la différence entre la dette brute et la dette nette reflète, d'une part, les importantes réserves de change japonaises – à hauteur de 20 points de PIB – qui donnent lieu à une émission compensatoire de titres à court terme, et, d'autre part, les actifs du système de retraite – à hauteur de 40 points de PIB ; malgré la forte augmentation de la dette, les taux d'intérêt longs (à 10 ans) sont restés faibles, inférieurs à 1 %, en raison du poids important

des investisseurs à long terme (sociétés d'assurance, banques centrales étrangères) et des investisseurs publics (fonds de pension publics, Poste japonaise, Banque du Japon).

Sources : FMI, World Economic Outlook (WEO) ; calcul des auteurs.

Du point de vue de la relance, la période couvre quatre plans de soutien conjoncturel : un plan initial de relance début 2013 pour 2,1 % du PIB, censé restaurer la confiance ; un plan en 2014 de 1,2 % du PIB pour amortir, on l'a vu, l'impact de la taxe sur la consommation ; un troisième plan à la fin de 2014 de 0,7 % du PIB ; et enfin un plan prévu pour début 2016 d'un même montant de PIB. Parallèlement, le gouvernement a déjà présenté quatre budgets annuels pour les années de 2013 à 2016. Les deux premiers budgets prévoyaient une augmentation des dépenses primaires de 3 % en moyenne, le suivant, une augmentation plus modeste de 0,5 %, et le dernier, une augmentation plus forte de 5 %.

Pour évaluer la nature de la politique budgétaire des *Abenomics*, on peut utilement faire usage de façon complémentaire de deux outils traditionnels d'analyse : une étude de la contribution à la croissance du PIB de la consommation et de l'investissement publics, menée à partir des comptes nationaux et portant uniquement sur le volet des dépenses publiques ; et une analyse en termes d'impulsion budgétaire, à savoir l'incrémentation du solde budgétaire structurel, calculé en annulant les effets conjoncturels du déficit budgétaire. Les estimations de solde budgétaire sont reprises de la base de données des *Perspectives économiques mondiales* (ou *World Economic Outlook*) du FMI, tandis que celles relatives à la contribution à la croissance sont tirées des comptes nationaux.

Au total, le Japon a, en moyenne, mené une politique expansionniste de 2008 à 2011, mais avec une impulsion budgétaire de plus en plus faible. Celle-ci était de 4 points de PIB en 2009, mais de seulement 0,4 point en 2010-2011, suivie par une contraction budgétaire en 2012. La première année d'*Abenomics* en 2013 a renversé la tendance à la consolidation, avec une impulsion budgétaire plus forte de 0,4 point de PIB. Les deux années

suivantes sont marquées, en revanche, par des contractions budgétaires de l'ordre de 1,3 point de PIB, soit un niveau équivalent à celui observé en moyenne de 2004 à 2007. Ainsi, malgré l'ambiguïté du discours sur la « flexibilité » de la politique budgétaire, les *Abenomics* constituent, avant tout, une stratégie graduelle de consolidation des finances publiques. En même temps, la consommation et l'investissement publics jouent un rôle important pour soutenir l'activité, mais aussi pour amortir l'impact de la hausse de la taxe sur la consommation, contribuant en moyenne pendant ces trois ans à 0,2 et 0,1 point de croissance respectivement, soit 4/10 du total. Cette consolidation reste, cependant, à des niveaux très éloignés de ceux constatés en Europe. La différence majeure avec l'Europe tient à l'horizon de la consolidation budgétaire : alors qu'il était initialement de quelques années en Europe, il se situe désormais au-delà de 2020 au Japon, ce qui est censé limiter les effets récessifs. La question du *timing* est ainsi essentielle pour différencier la consolidation au Japon et en Europe. Le report de la seconde hausse de la taxe sur la consommation est clairement une manière d'allonger ce calendrier afin de ne pas pénaliser la consommation des ménages.

Sur ce dernier point, il faut cependant noter que, outre la question de l'impact en termes de consolidation et celle, plus politique, de l'acceptabilité de l'impôt, cette hausse – et cela nous paraît essentiel – devait corriger les inégalités intergénérationnelles. En moyenne, en effet, les générations âgées plus de 60 ans sont les bénéficiaires de transferts sociaux nets équivalant à dix années de revenus, tandis que les générations futures devront contribuer à environ dix années de revenus, en sus de ce qu'elles recevront, pour financer les retraites des générations actuelles. Du fait de la faiblesse de leurs revenus, les personnes âgées contribuent également assez peu à l'impôt sur le revenu. En revanche, en tant que consommateurs, elles sont assujetties à la taxe sur la consommation. Cette dernière réduit donc les inégalités intergénérationnelles en réduisant le déficit futur du système des retraites et en augmentant la contribution des personnes âgées.

Réformer : « Just do it ! »¹⁵⁰

Un objectif important des *Abenomics* consiste à augmenter le *trend* de croissance potentielle, afin d'amortir, à la fois, l'impact du choc démographique et celui de la consolidation des finances publiques, qui aura un impact récessif sur le PIB. Dans ce contexte de contraction démographique et de consolidation budgétaire, la vision dominante au Japon est très proche de celle de l'Europe : l'augmentation de la croissance potentielle passe par des réformes structurelles améliorant la productivité ou la contribution des facteurs de production, par le développement d'accords de libre-échange et par les créations d'entreprises¹⁵¹. Ces recommandations sont relayées par les différents organes consultatifs, tel le CEFP. De façon un peu plus originale, l'accent est mis aussi sur un certain nombre d'autres mesures – telle l'augmentation du taux de participation des femmes (généralement préférée au recours à l'immigration) ou la libéralisation du secteur agricole en raison du poids élevé des subventions agricoles au Japon par rapport aux autres pays de l'OCDE. Le coût de la protection rapporté aux prix des produits agricoles (*PSE, Producer Support Estimate*) est proche de 50 % au Japon contre 30 % en Europe et 15 % aux États-Unis¹⁵². Le travail des personnes âgées est aussi envisagé, mais les marges de manœuvre restent limitées dans la mesure où le Japon se situe d'ores et déjà dans le peloton de tête des pays de l'OCDE de ce point de vue.

Un premier volet de réformes a été présenté par Shinzo Abe en juin 2012, puis un second en juin 2013. Les mesures ont été largement discutées au sein de chacun des trois conseils consultatifs (CEFP pour la politique économique, CIC pour la compétitivité industrielle, CRR pour

150. L'apostrophe est reprise d'une intervention de Takatoshi Ito en janvier 2013, qui estimait que le diagnostic sur les mesures à prendre était concordant depuis une dizaine d'années et que « le Japon est à un "moment Nike" : "Just do it !" ».

151. L'Annexe 3 (*infra*, p. **) présente les principales mesures et leur mise en œuvre.

152. OCDE, *Evaluation of Agricultural Policy Reforms in Japan, 2009*, p. 35.

la réforme réglementaire) qui réunissent ministres, universitaires, hommes d'affaires (notamment les PDG de Rakuten, une entreprise de commerce en ligne, ou de Lawson, une chaîne de distribution), mais en l'absence de représentants du monde du travail ou des consommateurs. Trois caractéristiques principales de la « stratégie Abe » méritent d'être soulignées : le commerce international y joue un rôle de catalyseur ; le gouvernement de Shinzo Abe essaie de viser un équilibre entre des objectifs potentiellement contradictoires et des clientèles électorales potentiellement opposées ; enfin, à la différence des mesures de réforme des gouvernements antérieurs, un effort est fait concernant la fixation d'un calendrier et d'objectifs chiffrés.

La décision de se joindre aux négociations de l'accord transpacifique (TPP) est le plus souvent considérée comme un choix personnel de Shinzo Abe. Cet accord regroupe douze pays situés autour de l'arc pacifique, des États-Unis à certains pays de l'Asean y compris l'Australie et le Canada, mais sans la Chine ni la Corée du Sud. Le Japon avait failli rejoindre cet accord en 2010, mais avait dû renoncer en raison de l'opposition du lobby agricole. Le fait que le concurrent coréen ait signé plusieurs accords commerciaux au début de la décennie avec les États-Unis et l'Europe et la perception du risque de voir l'accord du TPP se conclure sans le Japon ont pu donner un sentiment d'urgence au nouveau gouvernement. Alors que la majorité des parlementaires du PLD était hostile à cet accord et que le secrétaire général du gouvernement avait suggéré de retarder la décision au-delà des élections de mi-2013, Shinzo Abe a, dès sa première rencontre avec son homologue américain Barack Obama au début de l'année 2013, annoncé son intention de rejoindre le TPP. L'annonce à la fin de 2013 de la suppression programmée du prix réglementé du riz (malgré le maintien de droits de douane élevés) a surpris favorablement plusieurs spécialistes des réformes agricoles qui s'attendaient à une poursuite de la paralysie antérieure. Finalement, le traité TPP a été signé en février 2016 et est en cours de ratification par les pays participants. Au-delà de cet accord, le Japon poursuit également des négociations commerciales bilatérales ou

régionales. Il a ainsi entamé, depuis, des discussions en vue d'un accord avec l'Union européenne. Des échanges sont aussi en cours, d'une part avec la Chine et la Corée du Sud sur un projet d'accord commercial tripartite – même si les tensions entre ces deux pays et le Japon ont tendance à freiner un processus dont la composante politique est essentielle – et, d'autre part, avec les pays de l'Asean (RCEP) dont certains sont déjà intégrés au TPP.

S'agissant du commerce international, la politique de Shinzo Abe s'inscrit dans la continuité des recommandations libérales des ministères favorables à l'ouverture commerciale, comme le METI ou le MOFA. Si elles sont peut-être sans surprise d'un point de vue européen, ces positions tranchent cependant nettement avec celle des autres membres du PLD, beaucoup plus attentifs aux demandes du socle traditionnel de leur électorat. Dans le même temps, on doit noter que l'engagement du Japon dans cette voie est plus tardif et moins radical que celui de la Corée du Sud, dont la politique gouvernementale a, depuis plus de dix ans, fait du libre-échange son axe principal. Les enjeux sont certes différents pour ces deux pays, ce dont témoigne la dépendance au commerce international telle que mesurée par le ratio entre la somme des exportations et des importations ramenées au PIB, qui est de 16 % au Japon contre 53 % en Corée du Sud.

La recherche d'un compromis politique est une deuxième caractéristique de la méthode de Shinzo Abe. Bien que la politique de ce dernier soit clairement libérale, elle n'en reste pas moins tempérée par de nombreuses exceptions. On donnera ici trois exemples significatifs. Le premier concerne l'agriculture. Si l'engagement de Shinzo Abe en faveur du TPP le conduit à tourner le dos à l'une des composantes du socle électoral traditionnel du PLD, le Premier ministre a cependant vigoureusement défendu cinq exceptions à la libéralisation agricole (riz, blé, bœuf, produits laitiers, sucre), tout en faisant reconnaître aux États-Unis qu'ils avaient eux aussi leurs produits protégés. Un second exemple concerne le domaine de la santé et, plus précisément, l'industrie pharmaceutique et les réseaux de

distribution. Alors que Hiroshi Mikitani, PDG de l'entreprise de vente en ligne Rakuten et membre du Comité pour la compétitivité industrielle, militait en faveur de la fin de toute restriction concernant la commercialisation des médicaments sur internet, Shinzo Abe a finalement arbitré dans le sens des recommandations du ministère de la Santé, en limitant cette mesure aux « produits classés sans risque ». Ce type de positionnement, qui n'est pas systématiquement favorable au patronat, est assez remarquable dans le contexte japonais. Abe a ainsi joué de sa proximité avec le patronat pour essayer de convaincre les grandes entreprises les plus profitables d'augmenter les salaires. Cet effort a commencé à donner quelques fruits en 2014, avec une augmentation modérée de la part variable des salaires et, de façon plus significative en 2015, avec, pour la première fois depuis plus de dix ans, une augmentation de la part fixe des salaires dans une entreprise comme Toyota. Cette augmentation survient, cependant, après une longue période de stagnation et cette politique ne saurait remplacer les mécanismes institutionnels, comme le *shunto* dont on a vu dans le troisième chapitre le rôle constructif qu'il jouait auparavant dans les relations entre le patronat et les syndicats.

La troisième caractéristique de Shinzo Abe est d'insister sur l'importance d'indicateurs de suivi des réformes. Il contraste en cela avec la pratique antérieure faite d'annonce d'objectifs, sans indicateur ni calendrier. Même si, dans la pratique, seuls un tiers des objectifs sont quantifiés et datés. De plus, certains d'entre eux paraissent assez irréalistes en l'absence de mesures concrètes claires. Ainsi, dans son bilan présenté au bout de deux ans, le ministre de l'Économie a plus communiqué sur des chiffres macroéconomiques que sur les objectifs opérationnels définis par la stratégie officielle. Quant aux indicateurs mis en avant pour témoigner de la réussite de la politique choisie, ils ne sont pas toujours pertinents ou facilement interprétables. Le ministre de l'Économie a, par exemple, insisté sur le niveau historiquement faible des faillites au Japon en 2014, résultat que l'on ne peut pas forcément mettre au crédit des *Abenomics* ni même le

célébrer du point de vue de la dynamique industrielle ou du métabolisme de l'économie.

SUCCÈS ET ÉCHECS DES *ABENOMICS*

Les *Abenomics*, par l'accent conjoint mis sur trois instruments et par l'implication personnelle du Premier ministre, semblent ainsi justifier à la fois le baptême d'un programme économique du nom de son principal initiateur et l'enthousiasme initial qui les a accueillis au début de l'année 2013. En même temps, on se doit de souligner certaines limites de ce programme et, trois ans après son lancement, d'en tirer un premier bilan. Les limites portent principalement sur le volet structurel de ce programme (la « troisième flèche »), tandis que la discussion du bilan est centrée sur l'impact macroéconomique des politiques contracycliques (les deux premières flèches).

Critiques et limites

Les *Abenomics* sont une innovation, mais non une révolution. D'une certaine manière, l'abondance des mesures de réforme rappelle que celles-ci relèvent parfois du recyclage du catalogue de mesures des précédents gouvernements¹⁵³, finalement assez proches d'un parti à l'autre, qu'il s'agisse du PLD ou du PDJ. Cette ressemblance découle de leur origine commune, issues qu'elles sont des listes élaborées par différents ministères depuis trente ans. Et, bien qu'un effort soit accompli pour donner plus de cohérence et imposer un calendrier, l'héritage du passé reste important. D'un point de vue français, la tentation est forte de faire ici un parallèle avec les trois cents mesures du rapport Attali en 2008 ou les discussions entourant la loi Macron en 2015 : la distance est grande qui peut séparer un catalogue de mesures de leur mise en œuvre, une fois que sont passés les débats, les négociations et les modifications.

153. T. Hoshi, « Will Abenomics restore Japan's growth ? », 2013.

Une autre critique porte sur l'engagement même de Shinzo Abe en faveur de ces réformes et la clarté de son message. Un bon exemple concerne la politique de promotion du rôle des femmes dans l'économie. Abe réaffirme régulièrement l'objectif ambitieux de 30 % de femmes japonaises dans des positions de direction d'ici à 2020 (contre 9 % actuellement et 20 à 25 % en France et aux États-Unis), un objectif d'ailleurs initialement proposé en 2002 et conservé tel quel. Il participe à plusieurs forums sur la promotion des femmes sur le marché du travail et favorise leur nomination à des postes de direction générale d'administration centrale. Il a ainsi nommé, parmi les trois gouverneurs de la télévision publique NHK, une femme qui, dès ses premières interventions, a fait part de sa conviction que la vraie place des femmes au Japon était au foyer... Ces déclarations d'intention sont également déconnectées des politiques de promotion de l'égalité homme-femme depuis le milieu des années 1980, des mouvements féministes qui les ont inspirées et des recommandations du ministère de la Santé, du Bien-être et du Travail qui les a mises en œuvre¹⁵⁴.

D'une certaine manière, les *Abenomics* visent aussi parfois moins la productivité que les performances financières. Ainsi, les mesures déjà mises en œuvre bénéficient directement aux marchés financiers (comme la réforme du fonds de pension GPIF – équivalent du Fonds de réserve de retraite français, mais avec un encours de 30 points de PIB contre 3 points en France –, la réforme de la gouvernance des entreprises, l'impact de la politique monétaire, etc.). Pour être louables ces réformes n'en contrastent pas moins avec la faiblesse des mesures portant sur la productivité. Les perspectives de politique économique visant à reconfigurer l'économie japonaise sont quasiment absentes de ce programme en faveur de la croissance. Certes, la politique publique en faveur de l'innovation s'inscrit dans

154. M. Arai et S. Lechevalier, « Japon. 20 ans de politiques de promotion de l'égalité hommes-femmes au travail », 2004.

la continuité des réformes passées qui visaient, entre autres, à favoriser la diffusion de l'innovation des entreprises les plus performantes vers les moins performantes *via* le développement de la coopération interentreprises¹⁵⁵. On peut même dire que ces tendances sont renforcées avec la mise en place du Comité pour la compétitivité industrielle (CIC). On ne voit pas émerger, toutefois, une nouvelle ambition pour la politique industrielle comme c'est le cas dans plusieurs autres pays¹⁵⁶.

Une dernière critique se fonde sur le constat que le gouvernement Abe a été peu actif dans le domaine social, dans un contexte pourtant marqué par la poursuite de la montée des inégalités. Cet oubli dans l'agenda politique contraste fortement avec le volontarisme concernant les politiques monétaire et budgétaire ou la politique commerciale, et tient à deux raisons principales. La première résulte de l'échec politique du parti de centre droit, le Parti démocrate japonais (PDJ) au pouvoir de 2009 à 2012. Celui-ci avait mis l'accent dans ses discours sur la lutte contre les inégalités et la mise en place d'un nouveau système de Sécurité sociale permettant de couvrir de nouveaux risques liés au travail et à la famille. Les résultats ont été pour le moins médiocres. Dans ce contexte, la stratégie électorale de Shinzo Abe en 2012 a mis l'accent sur le retour de la croissance comme alternative à un programme de redistribution. Plus fondamentalement, la pensée sociale de Shinzo Abe occupe une place très limitée dans un projet politique tourné essentiellement vers la politique étrangère et le rétablissement du Japon comme une puissance de premier plan d'un point de vue militaire. Certes, Shinzo Abe est loin de représenter la tendance la plus libérale de son parti et il sait faire preuve de pragmatisme. Il a ainsi pris ses distances avec son

155. S. Lechevalier, *Recent Changes in the Japanese Public Research and Innovation Policies. Lessons for Europe*, 2006.

156. H.-J. Chang, A. Andreoni et M. L. Kuan, « International industrial policy experiences and the lessons for the UK », 2014.

prédécesseur, Junichiro Koizumi (Premier ministre entre 2001 et 2006) et ne partage pas sa représentation conflictuelle d'une société avec des gagnants et des perdants (*kachigumi/makegumi*). Pour autant sa politique économique et sociale ne vise pas à réduire le niveau des inégalités. C'est là peut-être l'une des faiblesses majeures des *Abenomics*, car ces inégalités, au Japon, exercent désormais un impact négatif sur la croissance. Cela explique également pourquoi le débat sur la politique fiscale au Japon est exclusivement centré sur la question des ressources financières de l'État et n'inclut pas la problématique de la redistribution. Ce point est apparu crûment à l'occasion de la publication en japonais du livre de Thomas Piketty, *Le Capital au XXI^e siècle*, et des conférences qui ont été organisées lors de sa visite au Japon au début de l'année 2015. Les discussions autour de ses propositions de politique fiscale (progressivité de l'impôt ou redistribution) n'ont rencontré que peu d'écho, malgré le succès considérable du livre.

Impact macroéconomique

Les performances économiques sur une période courte de trois ans ont été assez volatiles. La croissance s'est accélérée sous l'impact de la relance budgétaire et monétaire en 2013, pour se contracter en 2014 en raison de l'augmentation de la taxe sur la consommation ; le ralentissement surprend toutefois par sa durée. Après une reprise lente au début de 2015, le Japon a connu une nouvelle récession au milieu de l'année, finalement effacée par la révision des comptes nationaux. Au-delà de cette volatilité des indicateurs conjoncturels, nous voudrions nous concentrer ici sur deux variables : l'activité et l'inflation. Globalement, les *Abenomics* atteignent leur objectif de sortie de déflation, mais le bilan est beaucoup plus contrasté concernant la croissance (Figure 15). Dans tous les cas, les résultats sont inférieurs aux projections faites au début de 2013 qui prévoyaient un impact plus fort des *Abenomics*. Comment expliquer cette différence ?

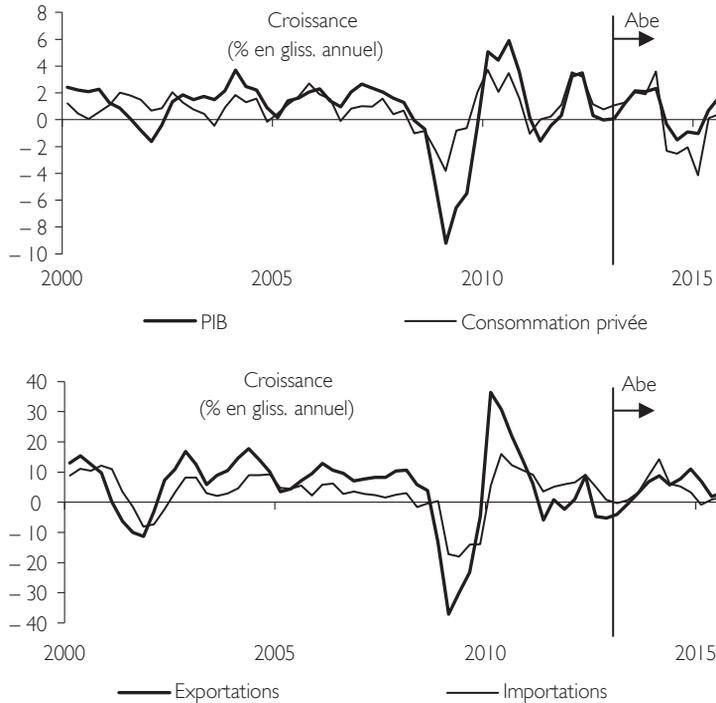


Figure 15 – Croissance du PIB et exportations.

Commentaires : la croissance du PIB depuis la mise en œuvre des *Abenomics* a été marquée par une reprise en 2013, puis par une baisse du PIB due à l'impact de la hausse de la taxe sur la consommation en 2014 ; malgré l'importante dépréciation du yen, la reprise des exportations a été retardée.

Sources : CAO.

Au niveau de l'activité, après une croissance du PIB de 1,6 % en 2013 durant l'année calendaire, le Japon a connu une croissance négative de -0,1 % en 2014. Ces deux années doivent être considérées conjointement, la hausse de la taxe sur la consommation en avril 2014 ayant conduit

les consommateurs à avancer leurs achats pour éviter la hausse, et à les réduire une fois celle-ci effective. Lors du dernier épisode d'augmentation en 1997, la contraction du PIB n'avait été que d'un trimestre et non de deux. Pour 2015, l'acquis de croissance au troisième trimestre (c'est-à-dire la croissance annuelle en supposant de manière conservatrice une constance du PIB au dernier trimestre de l'année) est de 0,6 %.

Quatre variables en amélioration constante contribuent finalement modérément à la croissance. Les deux principaux résultats immédiats des *Abenomics* ont été la forte croissance des cours boursiers (80 % sur la période) (voir Figure 13) et la dépréciation du yen de 40 % par rapport au dollar (ou 30 % en termes de taux de change effectif réel). Cependant, la faiblesse des effets richesse au Japon limite l'impact de la bourse sur la consommation. La dépréciation du change contribue à l'augmentation des exportations, mais avec plus de retard que prévu. Une troisième amélioration favorable est la baisse continue du taux de chômage, de 4,3 % à la fin de 2012 à 3,1 % à la fin de 2015. Mais l'impact de la baisse du chômage sur la croissance est contrecarré à la fois par la baisse des salaires réels, avec l'augmentation plus tardive des salaires par rapport aux prix, et par la ponction opérée sur le revenu disponible par l'augmentation de la taxe sur la consommation. Enfin la baisse continue du taux d'intérêt à long terme témoigne du succès de la politique monétaire et contribue à l'augmentation du crédit bancaire, mais la reprise de l'investissement est plus modeste (Figure 16).

Ces influences contradictoires sur les principales composantes de la demande expliquent largement des résultats finalement plus modestes au niveau de l'activité¹⁵⁷.

157. J. Hausman et J. Wieland, « Abenomics : preliminary analysis and outlook », 2014 ; J. Hausman et F. Wieland, « Abenomics : an update », 2015 ; T. Kiuchi, « Revisiting QQE », 2015 ; B. Monfort, « How informative are inflation indicators in Japan ? », 2015.

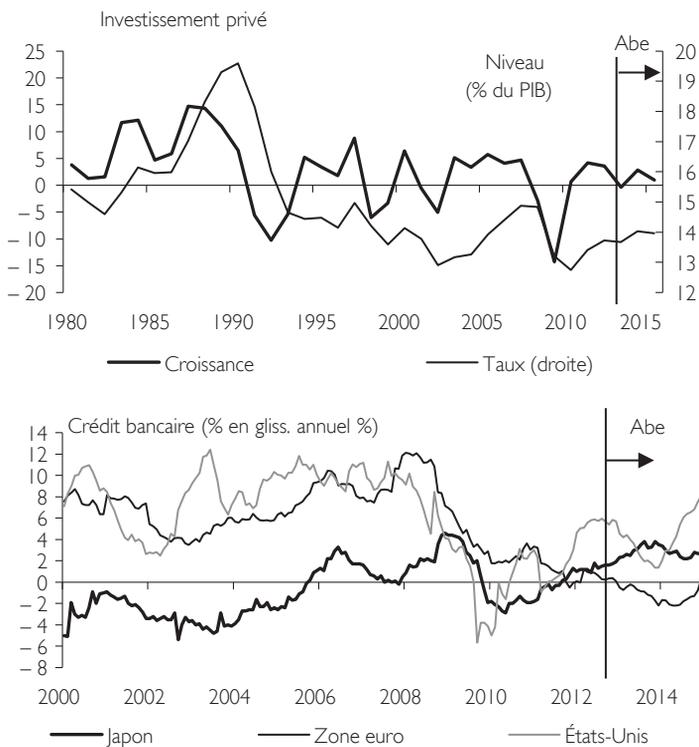


Figure 16 – Crédit bancaire et investissement.

Commentaires : le taux d'investissement privé a poursuivi la reprise amorcée depuis le choc Lehman, mais reste inférieur à son niveau d'avant la crise. La politique monétaire a aussi contribué à une reprise du crédit bancaire.

Sources : CAO ; BCE ; Banque du Japon ; Réserve fédérale.

Les résultats sont plus favorables au niveau de l'inflation, même s'ils présentent là aussi une certaine fragilité et se situent bien en deçà des ambitions initiales de la Banque du Japon (Figure 17). Deux éléments

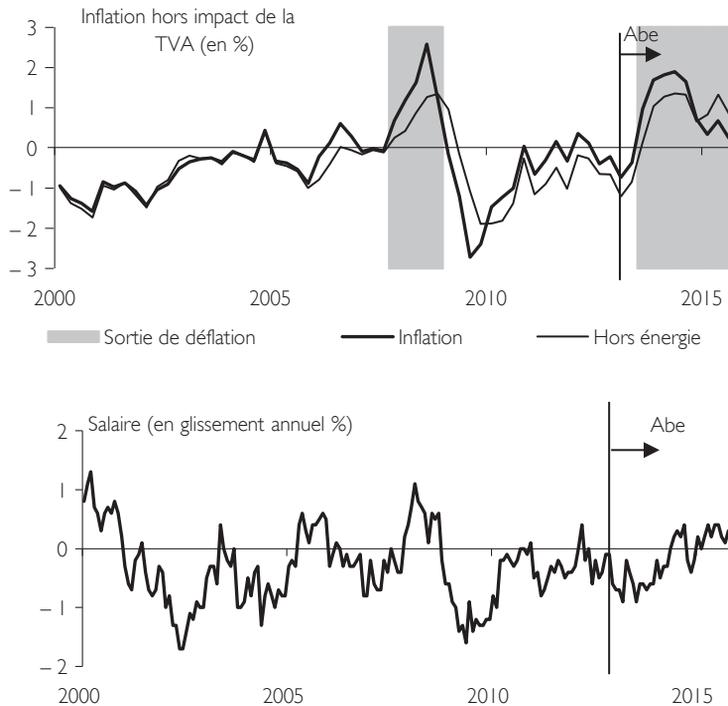


Figure 17 – Inflation, anticipation d’inflation et salaires.

Commentaires : la politique monétaire menée depuis 2012 a permis au Japon de sortir de la déflation, même si cette sortie a été plus lente que prévue et est restée en deçà des prévisions de la banque centrale ; par rapport à l’expérience précédente de sortie de déflation, en 2007-2008, les anticipations d’inflation des ménages et du secteur privé sont plus élevées ; les salaires ont aussi amorcé une reprise modeste et plus durable que celle observée en 2008.

Sources : CAO ; Banque du Japon ; MHWL.

rendent potentiellement difficile la lecture des chiffres de l'inflation : l'impact temporaire de la hausse des prix à la consommation et le choc d'offre lié à la baisse du prix de l'énergie importée. Après une augmentation jusqu'au milieu de l'année 2014, l'inflation a décéléré à partir de la seconde moitié de l'année, puis est devenue négative dans le courant de 2015. La Banque du Japon a décidé de changer son principal indicateur d'inflation, d'un indice hors produits frais à un indice hors nourriture et énergie, semblable à l'indicateur privilégié aux États-Unis. Est-ce la preuve que Haruhiko Kuroda a échoué dans son pari de sortir de la déflation ?

Nous ne le pensons pas, et ce pour plusieurs raisons. Le Japon a connu en moyenne, depuis 2013, une inflation modérée de 0,5 %, contre une déflation de 1 % durant les cinq années de mandat du gouverneur Shirakawa. Compte tenu des biais de mesure de l'inflation, ce résultat reste fragile, mais il ne faut pas minimiser le changement de près d'un point et demi. D'autre part, le ciblage d'inflation ne doit pas être compris comme la réalisation chaque mois d'un certain niveau d'inflation, mais bien plus comme un ancrage des anticipations d'inflation à un niveau plus élevé. Si les anticipations d'inflation des ménages présentent de nombreux biais (poids du passé, anticipations adaptatives, biais positif), l'analyse détaillée des enquêtes auprès des ménages suggère que ceux-ci prennent désormais en compte une inflation d'environ 2 % à moyen terme, avec une dispersion plus faible, ce qui traduit la clarification et la meilleure perception de l'objectif de la banque centrale. Soulignons que les anticipations des économistes convergent également vers une inflation plus élevée, autour de 1 % à un horizon d'un an. Enfin, la décélération de l'inflation courant 2015 provient majoritairement de la forte baisse du prix du pétrole. La tendance haussière est confirmée, en revanche, quand on s'appuie sur l'indice hors énergie désormais privilégié par la Banque du Japon. De ce point de vue, la sortie actuelle de la déflation nous semble plus durable que celle qui était survenue à la veille du choc Lehman, due alors principalement à l'impact de la hausse du prix du pétrole.

M. Kuroda semble donc avoir gagné son pari de sortir le Japon de la déflation, mais il n'a pas atteint celui d'une inflation à 2 %. L'inflation reste en effet en deçà des objectifs initiaux, ce qui a conduit la Banque du Japon, en octobre 2014, à renforcer son programme d'expansion quantitative, avec un nouveau volet baptisé QQE II, faisant passer l'augmentation annuelle de la base monétaire de 13 points de PIB à 16 points de PIB. La politique monétaire est depuis restée inchangée.

Premier bilan des Abenomics

Par rapport au calendrier initial, la stratégie des *Abenomics* a pris, pour chacun de ses axes, environ un à deux ans de retard. Ainsi, la seconde hausse de la taxe sur la consommation a été repoussée de dix-huit mois, on l'a vu, même si le ministère des Finances maintient sa cible de consolidation des finances publiques de moyen terme. Quant à la Banque du Japon, elle prévoit désormais d'atteindre sa cible d'inflation de 2 % dans le courant de 2017 et non plus au début de 2015 comme prévu initialement. L'accord commercial TPP, que les plus optimistes voyaient conclu dès la fin de 2013, a été signé en février 2016, mais reste en attente de ratification. Le succès final des *Abenomics* reposera sur le comportement du secteur privé, une fois que les autorités monétaires et budgétaires auront établi un cadre macroéconomique plus prévisible (inflation modérée, consolidation graduelle des finances publiques), et une fois passé l'ajustement au changement de politique économique. Du côté des entreprises, le succès des *Abenomics* dépendra d'une action plus significative en faveur des salaires et d'une baisse de l'épargne des entreprises au bénéfice de l'investissement. Du côté des ménages, les hausses futures d'inflation et d'imposition vont contribuer à éroder le revenu disponible brut, ce qui rend décisif l'augmentation des salaires nominaux.

Les *Abenomics* conduisent à des résultats satisfaisants par rapport au contrefactuel des politiques antérieures. Leur conception et leur architecture

semblent globalement bonnes (malgré des déficiences, par exemple, en ce qui concerne la lutte contre la pauvreté et les inégalités). Un double bémol doit toutefois être apporté à ce *satisfecit*. D'une part, au niveau de la mise en œuvre, les *Abenomics* sont en deçà des objectifs initiaux, et certaines des déclarations relèvent largement des bonnes intentions. D'autre part, s'agissant des résultats, la sortie de la déflation et de la crise se révèle beaucoup plus difficile que prévu. En particulier, la politique monétaire n'est pas une baguette magique susceptible de tout résoudre d'un coup. Il ne suffit pas non plus de corriger la surévaluation du taux de change pour relancer les exportations ; il en va de même pour l'augmentation du bilan de la banque centrale et de son impact sur la déflation. Surtout, la faiblesse des marges de manœuvre des autorités publiques en matière de réforme structurelle est confirmée. Nous pensons que le succès final des *Abenomics* dépendra grandement de la capacité du gouvernement japonais à définir de façon conjointe un modèle de croissance soutenable et un compromis social viable. Comme on va le voir dans la section suivante, cette condition vaut également pour l'Europe.

IMPORTER LES *ABENOMICS*

Malgré ce bilan mitigé et des différences institutionnelles évidentes, la question de « l'importation » des *Abenomics* se pose, et ce pour au moins trois raisons. Tout d'abord, les *Abenomics* constituent une forme de volontarisme politique dont les pays européens pourraient s'inspirer. Ensuite, ils présentent un intérêt par leur recherche de cohérence et de hiérarchisation entre les différents outils de politique économique. Enfin, chacune des flèches des *Abenomics*, si elle n'est pas une innovation majeure, est dans une large mesure en accord avec les leçons, tirées avec retard par l'Europe, de l'après choc Lehman. Importer les *Abenomics* signifierait que les gouvernements européens sont à même de profiter des leçons de l'expérience japonaise depuis le début des années 1990.

Le nouvel activisme des banques centrales

Un acquis de la crise japonaise – particulièrement visible avec les *Abenomics* – mais aussi de la crise de 2007-2008 tient au nouvel activisme des banques centrales pour dépasser le problème de la limite à zéro des taux d'intérêt nominaux. Cela passe notamment par une action sur le bilan des banques centrales, ce qui leur permet de se lancer dans l'assouplissement quantitatif. Cependant, cette politique n'est pas sans limite et doit faire l'objet de discussions explicites.

L'expérience japonaise en matière d'expansion quantitative est une leçon en demi-teinte : la trop grande prudence des autorités monétaires, en 1994-1999 et 2008-2012, a contribué à la déflation, tandis qu'une politique active, en 1999-2006 et depuis 2012, si elle ne garantit pas une sortie durable et rapide de la déflation, permet du moins d'éviter une aggravation de la situation. Le volet d'expansion quantitative annoncée par la BCE au début de l'année 2015 semble valider cette conclusion. Notons aussi qu'intégrer une analyse sur le taux de change dans la définition de la politique monétaire peut aussi permettre d'éviter d'être pénalisé par une devise trop forte, comme le Japon de 2008 à 2012.

Par ailleurs, la question du niveau d'inflation doit être à nouveau débattue. Le consensus des années 1980 et 1990 s'est établi sur une cible de 2 %. Toutefois, comme le souligne Paul Krugman dans de nombreux articles et dans sa contribution au livre de Coen Teulings et Richard Baldwin¹⁵⁸, aucune bonne théorie économique ne montre que cette cible ne doit pas être de 4 %. Cependant, étant donné les difficultés éprouvées pour atteindre la cible de 2 % au Japon par une action purement monétaire, on ne peut être que dubitatif, à ce jour, sur une telle préconisation.

La difficulté de transposer ces conclusions dans le contexte européen tient principalement à des différences institutionnelles (notamment en ce

158. C. Teulings et R. Baldwin, *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures*, 2014.

qui concerne le statut de la BCE et la complexité de la monnaie unique) et historiques (la crainte d'une déflation en Europe est justifiée, mais la BCE n'a pas encore eu à faire face à une telle situation). La politique monétaire mise en œuvre en Europe depuis le choc Lehman reflète ces différences, avec une politique d'expansion quantitative axée sur des segments de marché en difficulté, notamment le marché interbancaire de la zone euro. De fait, une politique d'expansion quantitative dite « pure », axée sur l'augmentation du bilan de la Banque centrale européenne, n'a été mise en œuvre qu'au début de 2015, contribuant à la dépréciation de l'euro.

L'exemple japonais offre aussi une leçon sur les limites et les risques de la politique monétaire. Même si les craintes de monétisation de la dette publique, de dérapage inflationniste ou d'une crise de change, exprimées au Japon par la Banque du Japon sous Shirakawa ou par les opposants à la politique de Kuroda, et en Europe par les autorités monétaires allemandes, nous paraissent très exagérées. Comme, par exemple, quand Masaaki Shirakawa suggérait, dans un article de 2012, après une référence à l'hyperinflation allemande des années 1920, qu'« il est donc hautement probable qu'une accumulation de dette publique empêche à terme de préserver à la fois la stabilité du système financier et celle des prix¹⁵⁹ ». La Banque du Japon a certes augmenté de manière importante ses achats de bons du Trésor japonais, mais l'objectif reste la sortie de la déflation, non le financement monétaire du déficit public. Les taux longs sont restés aussi relativement stables, malgré un épisode de volatilité, au cours de l'année 2013 au moment du lancement de la politique de QQE, et un début d'augmentation début 2015, mais qui peut être lié de manière positive à l'augmentation des anticipations d'inflation.

159. M. Shirakawa, « Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », 2012.

La coordination des politiques en faveur de la croissance

Alors que les discussions budgétaires au début des années 2000 se concentraient sur la trajectoire budgétaire, insoutenable dans le long terme, on assiste paradoxalement, avec la crise japonaise, puis avec la crise de 2008, au retour de la politique budgétaire comme outil de stabilisation à court terme. La soutenabilité de la dette japonaise et l'efficacité des plans de relance sont mises en doute, mais ce sont bien ces derniers qui sont mis en avant, en particulier dans un contexte de trappe à liquidité.

Enfin, la trajectoire japonaise conduit à poser la question de la soutenabilité de la croissance. Le paradoxe des *Abenomics*, pourtant censés faire leur priorité du retour à la croissance, est qu'ils ne s'approprient pas ce questionnement, plus présent dans les stratégies américaines de croissance de l'après-crise de 2008, comme cela apparaît dans le rapport de Michael Spence, *The Growth Report : Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*¹⁶⁰. Pour ce dernier, les deux clés de la croissance aujourd'hui sont la soutenabilité (environnement) et la distribution (inégalités). On assiste aussi à un renouveau de l'intérêt pour la politique industrielle en Amérique du Nord et du Sud, en Europe et en Asie. Ce phénomène ne date pas de la crise de 2007-2008, mais cette dernière a permis de faire émerger à nouveau l'idée selon laquelle l'État peut et doit intervenir au niveau de l'allocation des ressources afin de promouvoir la croissance, comme le montrent les auteurs d'un numéro spécial de *Critique internationale* dirigé par Pauline Debanes et Sébastien Lechevalier¹⁶¹.

Le retour de la croissance passe, en partie, par une action budgétaire continue de l'État, tant que les blocages touchant l'investissement et la consommation ne sont pas dépassés, la difficulté principale résidant bien

160. M. Spence (éd.), *The Growth Report : Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*, 2008.

161. P. Debanes et S. Lechevalier (dir.), « Vers un renouveau de l'État développeur en Asie ? », 2014.

sûr dans le choix du moment approprié pour mettre un terme à cette action budgétaire. Concernant l'investissement, la question de la dette et, plus précisément, celle de la fin du désendettement et de l'accumulation de liquidités sont centrales ; or, les marges de manœuvre du gouvernement sont faibles dans ce domaine, en dehors du succédané que constitue la relance budgétaire. S'agissant de la consommation, l'endettement des ménages est également crucial dans le contexte japonais¹⁶². On touche ici à d'autres questions, comme celles des inégalités et de la protection sociale. Pour résumer, la question fondamentale à laquelle le Japon doit répondre, et que ne prennent pas en compte les *Abenomics*, est celle de la définition d'un nouveau compromis social. Le moins que l'on puisse dire est que cette question est également primordiale en Europe¹⁶³.

Les développements de cet opuscule traitant des inégalités au Japon et des limites des *Abenomics* ont aussi montré que les défaillances du système de protection sociale japonais sont à l'origine de la montée des inégalités et de la pauvreté, car elles empêchent de contrebalancer les effets négatifs de cette matrice des inégalités qu'est devenu le marché du travail. Cela doit conduire à débattre de la possibilité et de la nécessité de réaffecter des ressources publiques à la protection sociale, notamment pour les risques les moins bien couverts, le chômage et la famille. Cela implique surtout une refondation des principes de la protection sociale au Japon. Cette dernière a reposé, durant l'après-guerre, sur deux piliers, la famille et l'entreprise. Or, du fait d'un certain nombre d'évolutions sociales, ce modèle familialiste n'est plus viable¹⁶⁴. Quant aux entreprises, dans un contexte de

162. A. Sala, « Surendettement et changement institutionnel sur le marché des crédits aux consommateurs au Japon. Le rôle des groupes d'intérêts », 2015.

163. B. Gazier, B. Palier et H. Périer-Timbeau, *Refonder le système de protection sociale. Pour une nouvelle génération de droits sociaux*, 2014.

164. E. Ochiai et L.A. Hosoya, *Transformation of the Intimate and the Public in Asian Modernity*, 2014.

concurrence accrue liée à la mondialisation et à la conclusion de nouveaux accords internationaux, elles assument de moins en moins le rôle qui était le leur jusqu'à présent dans ce domaine. Dans ces conditions, à côté des communautés qui ne sont souvent qu'une extension des liens familiaux, l'État seul semble capable de jouer un rôle décisif. Même si le point de départ est différent en ce qui concerne la structure et l'importance relative de la protection sociale, la réflexion sur la croissance en Europe est inséparable, comme au Japon, de la question des inégalités et de l'avenir de l'État providence.

Cela rejoint également la question de savoir comment des pays comme le Japon, ou la plupart des pays européens peuvent répondre à la désindustrialisation, notamment dans le contexte de la montée de la puissance manufacturière chinoise. Comme le montre Sébastien Lechevalier, sur la base d'une comparaison entre l'Allemagne, la France, la Corée et le Japon, il y a là un facteur essentiel pour comprendre la dynamique des inégalités dans les pays de l'OCDE¹⁶⁵. Certes, la désindustrialisation résulte de facteurs à la fois internes et externes, mais ce sont bien ces derniers qui sont à l'origine de la montée des inégalités, notamment à travers le processus de délocalisation de la production. Et quand les délocalisations n'affectent pas le volume d'emploi manufacturier domestique, elles jouent négativement sur la qualité de l'emploi, notamment des travailleurs les moins qualifiés, et sur les inégalités de salaire.

Enfin, la dernière série de questions à laquelle il faut répondre pour définir le modèle de croissance concerne la soutenabilité et la nécessité de fixer une direction concernant les contraintes environnementales. Est-il possible de se comporter comme si l'accident nucléaire de Fukushima ne s'était pas produit ? La seule alternative est-elle celle des énergies fossiles, du charbon au pétrole ? N'est-il pas désormais vital d'explorer de nouvelles

165. S. Lechevalier (éd.), « Globalization and labor market outcomes : de-industrialization, job security, and wage inequalities », 2015.

voies reposant sur un mode de croissance frugal en énergie et mobilisant une *mix* énergétique inédit ? Ces questions ne concernent pas que le Japon, comme le montrent les choix énergétiques allemands – certes conditionnés en partie par la poursuite du modèle nucléaire français et le retour à des énergies parmi les plus polluantes, comme le charbon – après la catastrophe de Fukushima. Ce questionnement du mode de développement revient également à remettre en cause le primat absolu de l'innovation sur toute autre source de croissance : étant donné l'incertitude qui pèse sur l'innovation, par définition, n'est-il pas raisonnable de réaffecter une partie des ressources en faveur d'un développement régional plus équilibré et d'une croissance plus inclusive ?

Ce n'est qu'après avoir répondu à ces questions qu'on peut évaluer la pertinence des réformes structurelles. En présence d'une trappe à liquidité, caractérisée par un excès d'épargne par rapport à l'investissement et la nécessité d'un taux d'intérêt réel négatif pour parvenir à un rééquilibrage, les réformes structurelles prennent un tout autre sens. En bref, elles doivent être tournées vers la promotion de l'investissement. Un exemple concret consiste à appliquer des politiques dirigées contre les monopoles, permettant ainsi de réduire les taux de marge dans les nouvelles industries des technologies de l'information¹⁶⁶.

Ces politiques doivent viser également à réduire l'épargne privée au niveau macroéconomique. Au Japon, le vieillissement a conduit à une baisse importante du taux d'épargne des ménages de 25 % en 1990 à 5 % aujourd'hui. En revanche, les entreprises japonaises ont augmenté leur épargne de manière importante, comme indiqué précédemment. Les deux exemples suivants de réforme, tirés du cas japonais, peuvent-ils inspirer l'Europe ? Le premier concerne le recul de l'âge à partir duquel on peut bénéficier d'une pension à taux plein. Plutôt que d'augmenter la population active et le taux de remplacement, ce qui peut être atteint par

166. C. Teulings, et R. Baldwin, *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures*, 2014.

l'immigration, le but visé ici est de réduire l'épargne : une fois acté le recul de l'âge de la retraite à taux plein, l'incitation à l'épargne des travailleurs diminue au fur à mesure que s'allonge la durée de perception d'un salaire, si, bien sûr, les entreprises collaborent et ajustent le moment du réemploi avec le salaire plus faible. Il va sans dire que cela passe par une renégociation du contrat social et par la définition d'un ensemble de compensations. Pour les générations qui étaient bénéficiaires d'un contrat précisant la date du droit à la retraite à taux plein, cette compensation peut être apportée sous la forme d'une augmentation du montant de la retraite à taux plein, ou bien par une diminution significative des prélèvements supportés pendant la période durant laquelle les personnes concernées devront rester sur le marché du travail. Le second exemple concerne le renforcement de la protection sociale, notamment en ce qui concerne la santé et la vieillesse, afin de limiter l'épargne de précaution. Cela passe évidemment par une augmentation des impôts.

L'Europe est moins concernée, car la protection sociale y est plus développée ; pourtant, dans un contexte de dualisation¹⁶⁷, ce type de réforme peut avoir un impact non seulement en matière de justice sociale, mais aussi en termes de croissance.

167. P.Emmenegger, S. Häusermann, B. Palier et M. Seeleib-Kaiser (éd.), *The Age of Dualization : The Changing Face of Inequality in Deindustrializing Societies*, 2012.

Conclusion

Les deux ambitions principales de cet ouvrage étaient de comprendre les causes du ralentissement économique japonais et le rôle des politiques économiques pour y faire face. Nous avons distingué trois causes du ralentissement : le coût élevé d'une crise bancaire résolue tardivement ; des politiques contracycliques parfois trop prudentes dans un contexte de forte volatilité, en particulier en matière de lutte contre la déflation ; et, enfin, une baisse de la croissance potentielle liée à la fois à la diminution de la population active, à la fin du rattrapage technologique, et à la modération de la croissance de la productivité agrégée. Cette dernière tient en partie à un problème de coordination, manifeste dans la dispersion croissante de la productivité mesurée au niveau microéconomique. Certains de ces facteurs sont de nature tendancielle (population active, par exemple), d'autres de nature plus exogène (chocs extérieurs de demande et de change, par exemple) et d'autres encore de nature endogène (réponse des politiques économiques entre autres).

Le ralentissement économique japonais à partir de l'éclatement de la bulle est particulièrement marqué, notamment au regard de la forte croissance observée au cours des décennies précédentes. Même si des facteurs tendanciels expliquent la majeure partie du ralentissement économique japonais, il est possible, tout en les prenant en compte, de construire un scénario contrefactuel dans lequel la croissance du Japon aurait été supérieure de 1 % en moyenne annuelle à la croissance effectivement réalisée pendant la totalité de la période ¹⁶⁸.

En dehors des facteurs tendanciels, cette croissance perdue peut être expliquée par deux éléments, chacun pesant à peu près pour moitié : une succession de chocs exogènes et des erreurs de politique

168. L'Annexe 2 de cet opuscule (*infra*, p. **) offre une appréciation quantifiée des facteurs du ralentissement.

économique, principalement en matière bancaire et monétaire. Parmi les premiers, qui ont peu à voir avec la dynamique de l'économie japonaise, on peut citer la crise asiatique, l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000, la contraction du commerce mondial au moment du choc Lehman en 2008 ou encore le séisme du 11 mars 2011. Quant aux erreurs de politique économique, on peut les résumer ainsi. En 1990, les excès de la période de la bulle et la fragilité du système bancaire semblent rendre inévitable une crise financière systémique. Mais le retard pris dans l'assainissement du système financier fait que la crise bancaire va s'étaler sur une durée trois à quatre fois plus longue que dans les autres pays. Ce retard constitue une première erreur. Le Japon entre aussi en déflation – alors que celle-ci aurait pu être évitée – en partie à cause de politiques économiques inappropriées, parce que l'ampleur du ralentissement est sous-estimée et que la réponse de politique monétaire est sous-calibrée. À partir de 1995 et jusqu'en 2012, la Banque du Japon lutte de manière trop prudente contre la déflation qui va ainsi perdurer. S'agissant de la politique budgétaire, l'erreur principale tient moins à la hausse de la taxe sur la consommation en 1997 qu'au maintien temporaire d'une politique de consolidation en dépit de l'aggravation de la crise, et ce même si la politique budgétaire est globalement orientée vers le soutien à l'activité.

Plus généralement, nous estimons le coût moyen annuel des erreurs de politique économique commises depuis vingt-cinq ans à environ 0,5 point de croissance. Deux facteurs ont contribué à ces errements : tout d'abord, la difficulté à identifier la nature du problème, que ce soit au niveau de la fragilité du secteur financier ou de la déflation, en partie en raison d'une sous-estimation systématique des difficultés, souvent partagée par de nombreux acteurs ; ensuite, l'absence de prise de conscience du nécessaire changement de paradigme, par exemple en abandonnant le système antérieur de supervision et de résolution des crises bancaires ou en dépassant l'idée que la politique monétaire est impuissante dans une

situation de trappe à liquidité. La contrainte politique a pu jouer dans cette résistance au changement, mais elle n'est pas la seule en cause. Ainsi, en matière financière, le ministère des Finances a fini par abandonner, certes avec retard, le « système de convoi » qui avait relativement bien fonctionné jusque-là pour le sauvetage des institutions financières en difficulté : il n'était plus adapté au nouveau contexte de libéralisation financière et à l'ampleur des problèmes, et suscitait des résistances croissantes de la part des banques en meilleure santé. En matière budgétaire, le poids du consensus antérieur nous semble moins fort, même si le ministère des Finances a maintenu une stratégie de consolidation des finances publiques jusqu'au milieu des années 1990. En matière monétaire, la déflation a forcé aussi les autorités à changer de cadre théorique, mais cette approche des politiques non conventionnelles n'a été engagée qu'avec beaucoup de prudence et de réticence.

La crise bancaire a finalement été résolue en 2002-2005 grâce à l'action déterminée du Premier ministre Koizumi et de son ministre chargé des services financiers, Heizo Takenaka. La situation reste encore fragile et un retard d'au moins deux ans a été pris sur le calendrier initial, mais on peut penser le Japon est sorti de la déflation en 2015, du fait aussi de l'impulsion du Premier ministre Abe et de l'action du gouverneur Kuroda.

Les *Abenomics* contribuent *de facto* à un changement conceptuel en matière monétaire. Au-delà, ces politiques mettent en avant un programme de croissance ambitieux – mis en œuvre pour l'instant partiellement – en contribuant, par exemple, à la conclusion d'accords commerciaux. Dans d'autres domaines, les *Abenomics* n'ont pas pris la mesure des problèmes : ainsi, les questions associées de la stagnation des salaires et de la montée des inégalités sont traitées de manière indirecte – en encourageant les entreprises à augmenter les salaires, mais sans mécanismes incitatifs – ou tardive, avec le volet d'un plan de relance à la fin de l'année 2015, centré sur la hausse du salaire minimum et des mesures destinées aux ménages plus pauvres.

La trajectoire économique du Japon depuis vingt-cinq ans, de l'éclatement de la bulle aux *Abenomics*, offre selon nous plusieurs leçons sur les politiques macroéconomiques :

- Il ne faut pas attendre un retour mécanique de la croissance. L'ampleur du ralentissement japonais a été sous-estimée à plusieurs reprises, contribuant à l'entrée en déflation ou la dégradation de la situation du système bancaire. Une consolidation budgétaire trop forte et trop précoce a aussi retardé la reprise de la croissance. Malheureusement, malgré leur volontarisme économique, les *Abenomics* souffrent aussi, en partie, de ce même biais optimiste.
- L'expérience a montré l'importance qui s'attache à l'articulation des différentes politiques (monétaire, budgétaire, structurelle) et au danger qu'il y a à les définir indépendamment les unes des autres.
- La résolution des problèmes, qui ont conduit à une crise ou qui sont apparus avec elle, prend du temps, et il ne faut donc pas retarder des décisions potentiellement coûteuses à court terme, au risque, dans le cas contraire, de favoriser un développement endogène de la crise. Cela a été le cas au cours des années 1990 en matière bancaire, et cela reste un risque important aujourd'hui en matière de finances publiques.
- La mise en œuvre de mesures douloureuses nécessite un capital politique, ce qui peut justifier un exercice d'équilibre entre plusieurs objectifs.
- Finalement, ne pas tenir compte des inégalités dans la définition de la politique économique a des conséquences négatives pour la croissance.

Les enseignements de l'expérience japonaise sont-ils pertinents pour les États-Unis et l'Europe ? Ces enseignements ont-ils été écoutés et suivis ? Il est intéressant de contraster la situation dans ces deux régions. Les États-Unis ont d'abord suivi de près les évolutions au Japon au cours de la période d'étude. De manière symptomatique au moment du choc Lehman, à la fin de l'année 2008, parmi les membres du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, trois d'entre eux – son président, Ben

Bernanke, le président de la Fed de New York et futur secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, et le président de la Fed de Boston, Eric Rosengren – avaient, par le passé, vécu au Japon ou écrit des articles universitaires sur ce pays. Au début de 2009, plusieurs conseillers du nouveau président, Barack Obama, partageaient aussi une expérience du Japon, comme Paul Volcker, un des facilitateurs du rachat de la banque japonaise LTCB par un investisseur américain en 1998, ou Lawrence Summers, ancien directeur du Trésor. Le Japon est constamment présent à l'arrière-plan de certaines décisions cruciales aux États-Unis, avec certes des différences selon les fonctions de chacun, comme le montrent les autobiographies publiées récemment par Geithner ou Bernanke¹⁶⁹. Les deux erreurs principales commises au Japon depuis le début des années 1990 – sur l'assainissement bancaire et sur la déflation – ont été ainsi clairement identifiées aux États-Unis, et les politiques mises en œuvre ont permis d'éviter une répétition de ces erreurs.

Qu'en est-il de l'Europe ? Pour diverses raisons, nous ne disposons pas de la même richesse de matériaux autobiographiques pour apprécier le point de vue des décideurs européens au moment de la crise de 2008. Peut-être est-ce lié au fait qu'à la fin de 2015, au moment où les États-Unis amorcent une sortie de politique quantitative, l'Europe renforce cette dernière, démontrant ainsi que la crise européenne n'est pas finie. Une exception est constituée par la série d'articles écrits par Jean-Claude Trichet, gouverneur de la BCE de 2003 à 2011, et parus en anglais dans le journal japonais *Nikkei* au mois de septembre 2014¹⁷⁰. Sa perception de l'économie japonaise est en partie influencée par celle de Shirakawa, alors gouverneur de la Banque du Japon, dont il partage l'analyse : le

169. T. Geithner, *Stress Test, Reflections on Financial Crises*, 2014 ; B. Bernanke, *The Courage to Act*, 2015.

170. J.-C. Trichet, « My 25-year journey with the euro », *Nikkei Asian Review*, publié du 1^{er} au 30 septembre 2014.

vieillessement et l'endettement public ont contribué à la faible croissance et à la déflation. Trichet commente les trois flèches de Shinzo Abe en proposant une formulation alternative : « réformes structurelles, réformes structurelles, réformes structurelles », et il suggère que la même priorité s'applique à l'Europe. La formulation est sans doute une boutade, et ne rend pas justice aux efforts qu'il a faits lui-même pour mettre en œuvre des politiques non conventionnelles en Europe. Pourtant, cette citation nous semble bien illustrer, à la fois, la différence de perception sur le Japon et la différence sur les priorités de politique économique entre les États-Unis et l'Europe. Même si le risque de déflation ou de « décennie perdue » en Europe est désormais pris très au sérieux par la BCE, comme le montrent les deux programmes d'expansion quantitative engagés en 2015.

Nous avons pu découvrir les nombreux parallèles entre l'Europe et le Japon, du déni initial du problème bancaire au scepticisme européen sur les politiques d'assouplissement monétaire. En 2011, les Japonais, instruits de leur propre expérience, faisaient une lecture rapide de la crise européenne : paralysie politique en raison de la coordination européenne, difficultés du secteur financier, ralentissement de la croissance, etc. Avec les mêmes causes, ils estimaient alors que les effets seraient les mêmes, c'est-à-dire une ou deux décennies de croissance perdue en Europe. Plusieurs facteurs faussent, selon nous, cette comparaison : le meilleur cadre institutionnel en matière bancaire en Europe, le fait d'avoir été confronté plus tôt à une crise ainsi qu'une plus grande attention apportée au risque déflationniste. Il est vrai que l'Europe connaît aussi des fragilités spécifiques qui n'étaient pas présentes au Japon, liées au cadre de coordination institutionnelle au sein de la zone euro ou à l'absence de politique budgétaire commune. Au total, il nous semble que le risque pour l'Europe dans sa totalité de suivre une trajectoire à la japonaise est plus faible, mais qu'il reste fort pour certains États, la Grèce, l'Italie ou l'Irlande en particulier.

L'expérience japonaise n'est cependant pas seulement une source de leçons négatives au sujet de ce qu'il ne faut pas faire. Elle apporte également

des éléments positifs. Si le Japon est un contre-modèle pour ce qui est du retard pris dans l'assainissement du secteur financier de 1990 à 2002, il peut être, en revanche, considéré comme un modèle pour la manière dont la transparence a été imposée au secteur bancaire à partir de 2002, à la fois en matière de capital et de créances douteuses. Concernant les finances publiques, le Japon présente des exemples et des contre-exemples : les plans de relance des années 1990 sont mal ciblés et d'une efficacité faible, mais les dépenses courantes sont gérées avec un souci de l'efficacité et d'économie – avec parfois des économies contre-productives comme en matière de filet de sécurité sociale. En matière monétaire, on peut aussi opposer la trop grande prudence de la politique menée à partir du début de la déflation à la fin de 1998 aux efforts entrepris depuis 2012 pour sortir de la déflation. D'un point de vue démographique, les efforts accomplis pour augmenter la participation des seniors sur le marché du travail contrastent avec les retards dans la mise en œuvre de politiques permettant aux femmes d'éviter un choix souvent binaire entre carrière professionnelle et naissance d'un enfant. Si la stratégie dans le domaine énergétique n'est pas exemplaire, en matière d'innovation, le contraste est saisissant entre l'échec de la stratégie de Lisbonne et le succès des plans-cadres japonais sur la technologie et l'innovation qui se sont succédé depuis le milieu des années 1990 et ont conduit à une augmentation ciblée et hiérarchisée des dépenses publiques en recherche et développement.

Finalement, l'expérience japonaise depuis vingt-cinq ans, tant par ses échecs que par ses succès, potentiellement incarnés par les *Abenomics*, rend légitime selon nous, la tentative de définition d'une « autre politique ». Notre interprétation de l'expression reste, cependant, assez différente de son usage courant : pour une part, cette autre politique doit s'inspirer des débats sur la nouvelle articulation entre politique monétaire, politique budgétaire et réformes structurelles dans un contexte de risque de décennie perdue ; pour une autre part, elle ne doit pas faire l'économie d'un débat démocratique sur la nature du contrat social.

Annexe 1. Chronologie politique et économique (1985-2015)

Tableau A1 – Chronologie économique et politique (1985-2015)

Année	Contexte politique		Cycles économiques		Principaux événements	
	Premier ministre	Poids du PLD (%) Assemb. Sénat	Récession (2T < 0)	Cycle des affaires	Politique	Chocs économiques
1985	Nakasone (depuis 1982)	49% (depuis 1983)				
1986		54% (depuis 1983)			Sommet juin 1985	
1987	Takeshita	59 %				« Bulle » (1985-1989)
1988						Black Monday (oct. 1987)
1989	Uno					
1990	Kaifu					Pic boursier Nikkei (déc. 1989)
1991		54 %	43 % Nb. Principx partis opp.avec 40 %			Pic immobilier (sept. 1990)
1992	Miyazawa				Creux févr. 1991	
1993	Hosokawa	44 %		1992T1 (2)		Parlement divisé 1992-1995
1994	Hata			1993T3(2)		Premier gov. non PLD depuis 1955 (août 1993)
1995	Murayama			1994T3(2)		Réforme électorale (mars 1994)
1996	Hashimoto					Retour du PLD dans la coalition (juin 1994)
1997		48 %	45 % Nb. Princip. opp.avec 44 %			Failite de la banque Hyogo (août 1995)
1998	Obuchi					Retour du PLD comme Premier min. (jan. 1996)
1999		36 % (39 %)				
				1997T3(5)	Sommet mai 1997	Crise asiatique (juin 1997)
						Crise financière (nov 1997) et failite de Sanyo (« moment Lehman »)
						Défaite du PLD, parlement divisé 1998-1999
				1999T2 (2)	Creux jan. 1999	Coalition du PLD avec Komeito (depuis 1999) et Renouveau (1999-2000).

Code :	Politique:	Premier ministre du PLD ; majorité au Parlement ou majorité avec son partenaire de coalition (Komeito depuis octobre 1998).
		Minorité du PLD à la chambre haute, mais plus de représentants que les autres partis (hors indépendants).
	Économie:	Période de récession (2 trimestres successifs de croissance négative) et durée de la récession en trimestres (entre parenthèses).
		Période de ralentissement (entre le sommet et le creux du cycle des affaires).

Sources : CAO pour les récessions ; auteurs.

Politiques économiques

Politiques : (1) **monétaires**, (2) *budgétaires*, (3) bancaires et structurelles
Slogan du gouvernement

Accords du Plaza (sept. 1985)

Rapport Maekawa (avril 1986)

*Stimulus budgétaire 1,1 % PIB (sept. 1986)***Accords du Louvre (fév. 1987)***Stimulus budgétaire 1,7 % PIB et taxe sur la consommation**(TVA) introduite à 3 %, privatisation de Japan National Railways (JNR) (avril 1987)*

Publication des accords de Bâle I (juillet 1988)

Durcissement monétaire (mai 1989 à août 1990)

|

|

« Gouvernement propre » (Kaifu)

|

Assouplissement conventionnel de la Banque du Japon (juillet 1991)

|

Stimulus budgétaire de 2,2 % PIB (fév. et août 1992)

|

|

Stimulus budgétaire de 4 % PIB (avril et sept. 1993)

Mise en oeuvre effective de Bâle I (avril 1993)

Réforme des retraites (1994)

Créances douteuses officielles à 9 % PIB (juin 1995)

*Stimulus budgétaire de 2,9 % PIB (sept. 1995)*Plan de soutien aux *jusens* (jan. 1996)« Six réformes majeures » (Hashimoto)

« Big Bang » (nov. 1996)

*Taxe sur la consommation à 5 % (avril 1997)***Indépendance de la Banque du Japon (juin 1997) ; gouv. Hayami (mars 1998)***Loi sur la réforme budgétaire de structure (nov. 1997)**Stimulus budgétaire de 8,1 % PIB (avril et nov. 1998)**Suspension de la loi sur la réforme budgétaire (déc. 1998)***ZIRP (fév. 1999)**Création de la FSA, nationalisation de LTCB, injection
de capital bancaire (juin, oct. et nov. 1998)

|

Tableau A1 – Chronologie économique et politique (1985-2015) (suite)

Année	Contexte politique		Cycles économiques		Principaux événements	
	Premier ministre	Poids du PLD (%) Assemb. Sénat	Récession (2T < 0)	Cycle des affaires	Politique	Chocs économiques
2000	Mori	49 % (55 %)	2000T2(2)	Sommet nov. 2000	« Bulle dot-com » (mars 2000)	
2001	Koizumi	Princip. opp.avec 33 % 44 % (coalition 52 %)			Sommet fév. 2008	Élection de Koizumi (avril 2001) Attaque du 11 septembre 2001
2002			49 % (56 %)	2008T4(4)		Creux mars-09
2003		47 % (coalition 56 %)			Sommet avr. 2012	
2004			62 % (68 %)	2010T4(2)		Sommet avr. 2012
2005		36 % (coalition 43 %) Nb. PDJ 45 %			2012T2(3)	
2006	Abe		25 % (29 %) Nb. PDJ 66%	2014T2(2)		
2007	Fukuda	36 % (coalition 43 %) Nb. PDJ 43 %				
2008	Aso		61 % (67%)			
2009	Hatoyama	47 % (coalition 55 %)				
2010	Kan		61 % (68%)			
2011	Noda					
2012	Abe					
2013						
2014						
2015						

Politique: Premier ministre du PLD ; majorité au Parlement ou majorité avec son partenaire de coalition (Komeito depuis octobre 1998).
 Code : Minorité du PLD à la chambre haute, mais plus de représentants que les autres partis (hors indépendants).
 Économie: Période de récession (2 trimestres successifs de croissance négative) et durée de la récession en trimestres (entre parenthèses).
 Période de ralentissement (entre le sommet et le creux du cycle des affaires).

Sources : CAO pour les récessions ; auteurs.

Politiques économiques	
Politiques : (1) monétaires , (2) <i>budgétaires</i> , (3) bancaires et structurelles	
<u>Slogan du gouvernement</u>	
	FSA chargé de la politique bancaire (mars 2000)
ZIRP suspendu (août 2000)	
QE Quantitative Easing (mars 2001)	
	<u>« Des réformes sans vache sacrées » (Koizumi)</u>
	<u>« Changer le PLD, changer le Japon » (Koizumi)</u>
	Plan Takenaka d'assainissement bancaire (oct. 2002)
	<i>Réforme des finances publiques locales (« Trinité », 2003)</i>
Fukui gouverneur de la Banque du Japon et extension de QE (mars 2003)	
	Soutien de Resona et Ashikawa (mai et nov. 2003)
	<i>Interventions régulières sur le marché des changes (2002-2004)</i>
	<i>Réforme des retraites (2004)</i>
	Privatisation de la Poste japonaise (oct. 2005)
Fin de QE et retour au ZIRP (mars 2006)	
	<u>« Pas de consolidation budgétaire sans croissance » (Abe)</u>
Shirakawa gouverneur de la Banque du Japon (avril 2008)	
Retour au Quantitative Easing (sept. 2008)	
	<i>Stimulus budgétaire de 12,1 % PIB (oct. et déc. 2008)</i>
	<i>Stimulus budgétaire de 7,2 % PIB (avril et déc. 2009)</i>
	<u>« Investir dans les gens, pas dans le béton » (Hatoyama)</u>
CME Comprehensive Monetary Easing (oct. 2010)	
	<i>Interventions ponctuelles sur le marché des changes (2010-2011)</i>
	<i>Réforme de la sécurité sociale (août 2012)</i>
QQME monetary policy avec le nouveau gouverneur Kuroda (avril 2013)	
	<u>« Trois flèches » (Abe)</u>
	<i>Augmentation de la taxe à la consommation à 8 % (avril 2014)</i>
	<i>Décision de reporter la 2e augmentation (nov. 2014)</i>
	<u>« Reprise économique : Abenomics est la seule voie » (déc. 2014)</u>

Annexe 2. Pourquoi la croissance du Japon a-t-elle ralenti ? Comment la relancer ?

LES FACTEURS DU RALENTISSEMENT : ESSAI DE QUANTIFICATION

Dans le corps de l'opuscule, nous explorons les trois raisons principales qui expliquent le ralentissement économique au Japon : la crise financière, les erreurs ou les retards de politique économique et les facteurs structurels. Dans cette annexe, nous offrons des ordres de grandeur illustratifs pour quantifier ces éléments. L'exposition est inverse de celle des chapitres : nous calculons d'abord le ralentissement dû à la croissance potentielle sur la base des facteurs de production et de la productivité ; le résidu est ensuite interprété comme reflétant l'impact de la crise financière et des politiques économiques.

En 2012, le PIB réel japonais n'était supérieur que de 20 % à celui observé en 1990. Dans le monde contrefactuel, sans bulle et sans crise, où la croissance du Japon à partir de 1990 resterait, pour les vingt-deux années suivantes, au même niveau de 4 % que durant les années 1980, le niveau de PIB aurait été supérieur de 140 %. Quels facteurs expliquent-ils cette différence de 120 points de pourcentage ?

Le ralentissement structurel

Une partie du ralentissement japonais était normale et prévisible. Après un rattrapage continu par rapport aux États-Unis durant la période de l'après-guerre, on pouvait s'attendre à une diminution du différentiel de croissance entre le Japon et les États-Unis, liée au ralentissement de la productivité. D'autres facteurs, comme la baisse de la durée du travail ou la baisse de la population active, ont aussi contribué au ralentissement économique *via* leur impact sur la baisse des facteurs de production. Un scénario contrefactuel plus réaliste suppose ainsi une baisse graduelle et linéaire du sentier de croissance potentielle, de 4 % dans les années 1980 à 1 % aujourd'hui. Dans ce scénario, la croissance cumulée du PIB pendant

la période (en termes réels) serait de 60 %, donc de 40 % supérieure à la croissance réalisée. Les deux tiers du ralentissement de la croissance peuvent donc être attribués à des facteurs structurels.

La crise financière

La crise financière japonaise joue un rôle temporaire mais durable, dans la mesure où elle est deux ou trois fois plus longue en moyenne que dans les autres pays victimes de crises financières systémiques. La multiplicité des canaux de transmission de la fragilité financière à l'économie réelle conduit naturellement à un impact fort sur la croissance, en particulier au cours de la première décennie et jusqu'à la résolution de la crise bancaire durant la première moitié des années 2000.

Une estimation de l'impact d'une crise financière peut être dérivée de la base de données de Luc Laeven et Fabian Valencia sur les crises financières systémiques qui couvre 65 pays, dont 25 depuis 2007. En moyenne, les pays traversant une crise financière systémique connaissent un ralentissement d'environ 2 points de croissance au cours des cinq années qui suivent la crise, par rapport aux cinq années qui la précèdent. Cette estimation n'est que de 0,7 point pour les crises survenues durant la période plus courte s'arrêtant en 2003. En prenant en compte une période plus longue de dix ans, la baisse de croissance atteint alors 1,4 point par an pour l'ensemble de l'échantillon 1980-2013, mais 0,3 point pour les crises survenues pendant la première période plus courte de 1980-2003. Ce chiffre ne peut pas, naturellement, constituer une bonne approximation de l'impact des facteurs purement financiers de la crise, puisqu'il prend aussi en considération pour le Japon les deux autres facteurs, macroéconomique et structurel. Nous pouvons cependant avancer que la baisse de croissance liée à la crise financière est importante, et ce d'autant plus que la crise japonaise a été plus durable.

En extrapolant à partir des faits stylisés de crises bancaires systémiques, nous serions tentés d'accorder une part très importante à ce facteur,

équivalant peut-être à une perte de 20 % de PIB par rapport au scénario contrefactuel de ralentissement de la croissance. Une moitié est liée au coût normal d'une crise financière et l'autre, au retard de résolution de la crise bancaire au Japon.

Erreurs de politique macroéconomique et autres déterminants

Au niveau macroéconomique, la difficulté principale vient de la déflation, qui renforce les difficultés du secteur financier, tout en les prolongeant. Les *Abenomics* ont démontré que la déflation n'est pas nécessairement la condition naturelle d'une économie vieillissante ou le reflet des gains de productivité, mais bien le résultat d'une politique monétaire restrictive. Si la déflation a été modérée, elle a aussi été persistante et quasi continue de 1995 à 2012. Elle a pu contribuer à réduire la croissance d'environ 5 %, un coût cumulé qui n'est pas négligeable, même si le coût annuel moyen – inférieur à 1/4 de point de croissance – reste faible. Le dernier facteur expliquant l'écart de croissance provient des chocs exogènes que le Japon a subis, liés au taux de change, à la demande mondiale ou encore aux désastres naturels. En nous fondant sur l'élasticité du commerce extérieur et l'analyse des données historiques, nous estimons que ces facteurs expliquent 5 % de l'écart par rapport au scénario potentiel. Enfin, les 10 % résiduels peuvent être liés à d'autres facteurs non explicités, comme, par exemple, ceux discutés dans le troisième chapitre.

Ainsi, l'écart au niveau potentiel s'explique pour moitié par des chocs exogènes et pour moitié par des erreurs ou des retards dans la mise en œuvre de meilleures politiques économiques. Le coût de ces erreurs sur la croissance n'est pas négligeable, un peu supérieur à 1/2 point de croissance chaque année, depuis une vingtaine d'années.

LES MOTEURS DE LA CROISSANCE : ESTIMATIONS USUELLES

À titre d'exemple, le Tableau A 2 rassemble quelques estimations usuelles de l'impact des mesures de réforme sur la croissance. Le gain total de croissance annuelle pourrait s'élever à 1,2 point, selon les sources les plus optimistes. Le gouvernement japonais ne présente pas d'estimations détaillées de l'impact des réformes sur la croissance, mais le Cabinet Office accompagne traditionnellement les projections de finances publiques à moyen terme de deux scénarios de croissance. Les projections les plus récentes s'appuient, par exemple, sur un scénario volontariste avec une croissance annuelle moyenne de 2,3 % et un scénario de base avec une croissance de 1,2 %, ce qui suggère un impact des réformes de l'ordre de 1 point de croissance. Ces estimations doivent être considérées avec prudence, compte tenu du caractère controversé de l'analyse de la longue stagnation japonaise depuis le début des années 1990 et des incertitudes sur l'estimation de chaque facteur¹⁷¹. Le tableau A3 fournit une liste des principales mesures qui ont été approuvées ou sont encore en cours de discussion

171. À titre d'illustration, le processus de réformes réglementaires liées à l'Acte unique en Europe en 1986 a contribué à améliorer la croissance de 0,1 point par an pendant vingt ans, tandis que l'accord commercial NAFTA en 1994 a contribué à augmenter la croissance des États-Unis de 0,1 point par an pendant dix ans. Un impact des réformes de 1,2 % sur le taux de croissance annuel est donc probablement une estimation optimiste.

**Tableau A2 – Impact potentiel des réformes structurelles
sur la croissance du Japon***

Mesures	Impact sur le PIB	Objectif d'Abe	Mise en œuvre	Sources
Marché du travail				
Travail des femmes, crèches	0,25	oui	30 %	FMI ; OCDE.
Flexibilité, licenciement	...	non	10 %	...
Immigration	0,15	oui	10 %	FMI ; OCDE.
Agriculture et commerce				
Agriculture (impact direct)	0,03	oui	50 %	Takatashi Ito.
Accords de libre-échange **	0.25 - 0.35	oui	30 %	FMI ; Adam Posen ; CAO.
Déreglementation				
Déreglementation, ZES	0,20	oui	50 %	...
Électricité	...	oui	70 %	...
Réforme du soutien aux PME	0,25	non	0 %	FMI.
Climat des affaires	...	oui	...	Takeo Hoshi.
Total	1,20			
Total (après pondération)	0,30			

* Impact annuel ; certaines des estimations en niveau sur dix ans, converties en impact annuel ; estimation subjective de la portée des mesures ou de leur probabilité de mise en œuvre.

** Accords de libre-échange (sur 10 ans) : discussion en cours, TPP + 0,7 % ; EU-Japon + 0,6 % ; projets : RCEP (Asean + 6) + 1,1 % et + 0,75 % accord tripartite Japon-Corée-Chine.

Tableau A3 – Mesures mises en œuvre dans le cadre des *Abenomics* (2013-2015)

	Mesures	Restriction	Calendrier
Projets de loi votés au Parlement ou approbations ministérielles			
avr. 2013	Monopoles de distribution de l'électricité		2016-2020
nov. 2013	Suppression du soutien au prix du riz	Hors montagne	2018
déc. 2013	Vente libre des médicaments sur internet	« Prod. sans risque »	2016
mar. 2014	Zones spéciales (SEZ), incluant Tokyo et Osaka		...
avr. 2014	Congés de maternité avec 66 % du salaire antérieur (contre 50 % avant)		2014
avr. 2014	Code de gouvernance des entreprises		2015
sept./déc. 2014	Approbation de SEZ : Fukuoka, Kansai, Tokyo		2015-2016
juill. 2014	ALE Japon-Australie *	Bœuf uniquement	2034
En cours / en discussion			
juill. 2013	Admission du Japon aux négociations de l'Accord Transpacifique (TTP)		2016
fév. 2014	Rapport sur l'immigration.		...
2015	Augmentation des quotas pour les travailleurs étrangers en formation		...
2015	Renforcement de la gouvernance des fonds de pension		...

Sources : *The Economist*; Nikkei ; Japan Times, 2012-2014 ; CAO ; auteurs.

* Réduction du tarif sur le bœuf de 38,5 % à 20 % en vingt ans ; concessions minimales sur le blé, le sucre et les produits laitiers ; pas de changement sur le riz.

Annexe 3. *Lost in translation*, les acteurs de la politique économique au Japon

La terminologie pour décrire l'administration japonaise peut prêter à confusion (Tableau A 4) : quelle différence y a-t-il entre le ministère des Finances, le ministère de la Politique économique et budgétaire et le ministère de l'Économie et du Commerce international ? Depuis la réforme de l'administration japonaise en 2001, préparée en 1998 par le gouvernement du Premier ministre Hashimoto, les noms des ministères ont rarement varié et on observe une grande continuité en termes de fonctions et de départements, sans redistribution administrative à chaque changement ministériel.

Dans un souci de commodité, nous utilisons les acronymes communs anglais pour décrire les ministères et les institutions japonaises impliqués dans la politique économique. Les trois principaux en charge chacun d'une « flèche » d'*Abenomics* sont le ministère des Finances, la Banque du Japon et le ministère de la Politique économique et budgétaire.

- La *principale fonction du ministère des Finances* (MoF) est l'élaboration du budget. Il gère également la politique financière internationale, sous la direction d'un vice-ministre des Affaires internationales (l'équivalent du directeur du Trésor). Il détient aussi un pouvoir de contrôle sur les institutions financières publiques. Son titulaire actuel est Taro Aso, ancien Premier ministre.
- La *Banque du Japon* (BoJ) est l'autorité monétaire, indépendante depuis 1997 et dirigée par un gouverneur. Depuis mi-2015, le Conseil de politique monétaire (CPM) se réunit huit fois par an pour décider de la politique à mener, en ligne avec la pratique de la Réserve fédérale aux États-Unis ou celle de la BCE (quatorze fois par an de 1997 à 2015). Conjointement avec l'Autorité des services financiers (FSA), la BoJ assure la supervision financière, mettant l'accent mis sur le système des paiements et sur les risques financiers systémiques. Le gouverneur actuel de la BoJ est Haruhiko Kuroda, ancien directeur du Trésor au MoF et ancien président de la Banque asiatique de développement.

Tableau A4 – Organisation administrative au Japon, en France et en Europe

Fonction	Japon	France	Europe
Finance internationale Finances publiques	Ministère des Finances (MoF) International Bureau Budget Bureau	Ministère des Finances DG Direction du Trésor	DG Affaires économiques
Réglementation	Ministère de la Politique Économique Cadrage budgétaire Réforme réglementaire	Ministère de l'Économie et de l'industrie	DG Entreprise
Politique industrielle Politique commerciale	Min. de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie (METI) (avec MOFA et Min. Pol. Éco)	Affaires étrangères	DG Trade
Comptes nationaux	CAO (Cabinet Office) ESRI	Insee	Eurostat
Politique monétaire Stabilité financière	Banque du Japon (BoJ)	Banque de France	Banque centrale européenne ESRB (risque systémique)
Supervision bancaire Assurances	FSA (Financial Service Agency)	ACPR (contrôle prudentiel)	EBA (Banking Authority) EIOPA (Insurance Authority)
Marchés financiers	SESC (Securities)	AMF (Autorité des marchés financiers)	ESMA (Securities & Markets)
Organes consultatifs	CEFP (Council of Economic and Fiscal Policies) CIC (Industrial Competitvity) CRR (Council Reg. Reform)	Conseil d'analyse économique Haut Conseil des finances publiques	

Sources : auteurs.

- Le *ministère de la Politique économique et budgétaire* est le seul ministère dont les fonctions et le pouvoir ont significativement changé depuis dix ans. Créé à l'occasion de la réforme administrative de 2001, son intitulé actuel est « ministère de la Revitalisation économique, ministère de la Réforme de la Sécurité sociale, ministère de la Politique économique

et budgétaire ». Alors que le MoF s'occupe du budget annuel, ce ministère est chargé du cadrage pluriannuel des finances publiques et des projections économiques. Il est aussi le principal ministère en matière de réformes structurelles. En raison de ses implications en termes réglementaires, l'accord transpacifique (TPP) est géré directement par ce ministère et non pas par les Affaires étrangères (MoFA). Le rôle du ministère de la Politique économique et budgétaire a été important sous la direction de Heizo Takenaka et du Premier ministre Koizumi, puis a décliné sous les administrations suivantes, avant de retrouver de l'importance avec Akira Amari, son titulaire pendant les trois premières années des *Abenomics* et jusqu'en janvier 2016. Il assure également le secrétariat de deux conseils, le Conseil de politique économique et budgétaire (CEFP), auquel le Premier ministre participe régulièrement, et le Conseil pour la réforme réglementaire (CRR). Le CEFP est presque l'équivalent du Conseil d'analyse économique en France (CAE), mais est plus proche de la décision politique en matière de politique économique et n'a pas autant que le CAE vocation à être un *think-tank* gouvernemental. Créé en 1998, il est passé du statut de forum pour une « causerie au coin du feu », avant 2001, à celui de « tour de contrôle des réformes » sous Koizumi, forçant à une transparence des débats et à un arbitrage du Premier ministre. Son rôle avait ensuite généralement décliné sous ses successeurs, notamment durant le premier mandat de Shinzo Abe.

D'autres ministères jouent des rôles complémentaires.

- Le *ministère de l'Économie et du Commerce international* (METI) est chargé de la politique industrielle et du commerce international. Ancien MITI (Commerce international et Industrie) qui a joué un rôle important mais parfois controversé lors de la période de « haute croissance » (1950-1970), son rôle a été réduit depuis la réforme administrative de 2001. Il assure le secrétariat d'un troisième conseil, le Conseil sur la compétitivité industrielle (CIC).

- En plus de la diplomatie, le *ministère des Affaires étrangères* (MoFA) est chargé des négociations commerciales, dont il assure le pilotage, avec le soutien d'autres ministères, notamment le METI. Il est responsable, par exemple, du suivi de l'accord de partenariat économique entre l'Union européenne et le Japon.
- L'*Autorité des services financiers* (FSA) est chargée de la supervision bancaire et financière, en coordination avec la BoJ. Depuis la séparation de la FSA du MoF en 2008, ce dernier joue un rôle mineur en matière financière, axé sur la gestion de crises financières en raison de leurs implications budgétaires. La FSA a une double direction, administrative et politique, avec un Commissaire des services financiers placé sous la direction d'un ministre des Services financiers, une particularité japonaise. L'actuel ministre des Finances, Taro Aso, cumule à titre personnel, le poste de ministre des Finances et celui de ministre d'État chargé des Services financiers. En revanche, un de ses prédécesseurs, Heizo Takenaka, était uniquement ministre de la FSA. Au sein de la FSA, la SESC (Securities and Exchange Surveillance Commission) est chargée spécifiquement des marchés financiers.
- Le *Secrétariat du gouvernement* ou *Cabinet Office* (CAO) rassemble des fonctions de soutien et de conseil au Premier ministre japonais. Des services ou des agences indépendantes d'une grande diversité y sont rattachés, par exemple, l'Agence de développement d'Okinawa ou l'Agence de gestion des catastrophes naturelles. D'un point de vue économique, y sont rattachés le département des études économiques, chargé de la production des comptes nationaux, mais aussi l'Agence de promotion de la réforme réglementaire. Techniquement, la FSA est rattachée au CAO, tandis que l'administration du ministre de la Politique économique provient du CAO. Il assume donc des fonctions assurées en France par l'Insee notamment ou par le Commissariat général à la stratégie et à la prospective. Au sein du CAO, l'ESRI (Economic and Social Research Institute) assure, en particulier, des fonctions très

proches de celles de l'Insee en matière de production des comptes nationaux ou d'analyse économique.

- Le *ministère des Affaires sociales, de la Santé et de l'Emploi* (MHLW, Health Labor and Welfare) assure la gestion des dépenses sociales publiques et exerce la tutelle des fonds de pension publics. Il définit aussi la politique de l'emploi, la politique familiale et la politique de protection sociale. Les instances paritaires (gouvernement, patronat, salariés) ont vu leurs missions réduites à un rôle consultatif au cours des années 2000, tandis que des comités d'experts *ad hoc* (patronat et universitaires) ont impulsé certaines mesures de libéralisation du marché du travail.

Annexe 4. Principales données économiques sur le Japon

L'ensemble des données listées ci-dessous sont en libre accès et publiées en anglais. Deux précautions doivent être rappelées avant d'étudier les données japonaises. Les données en valeurs utilisent parfois la convention japonaise de compter par groupe de dix milles (dix milles, cent millions, mille milliards). Les chiffres des comptes nationaux ou des finances publiques sont donnés par défaut en année budgétaire et non en année calendaire (janvier-décembre) : l'année budgétaire japonaise couvre la période allant du mois d'avril de l'année n au mois de mars de l'année $n+1$.

Rapports mensuels

Trois rapports mensuels compilent en une cinquantaine de pages les principales statistiques économiques sur le Japon : le *Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments* (BoJ) ; le *Monthly Financial Review* (MoF) ; et le *Monthly Economic Report* (CAO) ; avec un accent sur les questions financières et monétaires pour le premier et budgétaires pour le second.

Statistiques générales

L'Institut de statistique du Japon (Statistics Bureau of Japan) produit trois documents de base qui couvrent l'ensemble des statistiques japonaises : le *Statistical Handbook of Japan*, un document rédigé qui commente les principales statistiques ; le *Japanese Statistical Yearbook*, qui couvre une trentaine de thèmes avec, pour chacun, une vingtaine de tableaux bilingues ; et, enfin, l'*Historical Statistics of Japan*.

La difficulté principale est parfois de disposer de séries longues qui se recoupent ou qui présentent le niveau approprié de détail, les deux premiers documents couvrant uniquement la période récente ou un échantillon d'années. Les données longues sont généralement disponibles sur le site des ministères producteurs de données.

L'Institut de statistiques du Japon est rattaché au ministère de l'Intérieur et de la Communication (MIC).

Un second site (E-stat) rassemble des statistiques de manière beaucoup plus complète et détaillée, mais est d'accès plus difficile, en particulier parce qu'une partie des statistiques fournies sont exclusivement en japonais. Ce site permet, par exemple, d'accéder à la totalité des composants de l'indice des prix à la consommation.

PIB et indicateurs d'activité

L'Economic and Social Research Institute (ESRI), rattaché au Cabinet Office (CAO) présente de nombreuses statistiques sur l'activité, notamment les comptes nationaux annuels et trimestriels, ainsi que des enquêtes d'opinion (indicateurs de confiance, anticipations inflationnistes, etc.). L'indice de production industrielle est disponible sur le site du ministère de l'Économie et du Commerce international (METI). L'évolution des salaires est disponible sur le site du ministère de la Santé, de la Sécurité sociale et du Travail (MHWL).

Finances publiques

Le ministère des Finances (MoF) présente plusieurs données portant uniquement sur l'État central (recettes et dépenses publiques centrales, détail des recettes, émission de bons du Trésor, etc.). Pour une approche en termes d'État central consolidé (État central, collectivités locales, sécurité sociale), il convient de se référer aux comptes nationaux sur le site du CAO. De même, pour une approche en termes de dette publique consolidée, les données sont accessibles sur le site de la BoJ. La dette publique est simplement agrégée entre les composants du secteur public, mais sans annulation des flux en miroir.

Balance des paiements

Les principales statistiques de balance des paiements sont disponibles sur le site de la BoJ : balance courante, compte de capital et comptes financiers trimestriels ou annuels ; taux de change ; destination et provenance des flux commerciaux ou des investissements étrangers, etc.

Plusieurs sites permettent de compléter les informations sur la balance des paiements : les douanes japonaises, avec un maillage beaucoup plus précis des flux commerciaux (volumes, valeurs, détail d'une centaine de produits) ; le MoF fournit aussi des statistiques plus précises sur les investissements étrangers ; s'appuyant sur une enquête auprès des entreprises, le METI présente des informations complémentaires sur les investissements à l'étranger (marché domestique ou exportations, employés, etc.).

Emploi et statistiques sociales

Le MHWL présente des statistiques sur le marché du travail, le taux d'emploi ou de participation. Certaines de ces statistiques sont aussi présentées sous forme de tableaux sur le site du Japanese Institute of Labor (JIL). L'Institute of Population and Social Security (IPSS) présente des projections démographiques à l'horizon 2100, réalisées tous les cinq ans, ainsi que des informations sur la Sécurité sociale.

Statistiques financières

La Banque du Japon est la principale source pour les statistiques monétaires et financières. Un tableau spécial présente les principales statistiques actualisées tous les mois (taux d'intérêt, taux de change, base monétaire, etc.). Le tableau des flux de trésorerie (*flows of funds*) fournit des données sur les actifs et les flux financiers entre les principaux acteurs, notamment avec un détail pour la dette publique.

Des statistiques complémentaires sont disponibles sur le site de l'Autorité des services financiers (FSA, créances douteuses), sur le site de la bourse du Japon (Japan Stock Exchange, JPX, capitalisation et transactions sur le marché boursier) et sur celui de l'Association des banques japonaises (Japanese Bankers Association ou JBA, bilan semestriel des banques individuelles).

Comparaisons internationales

Les *Perspectives économiques mondiales* du FMI et les *Perspectives économiques* de l'OCDE incluent un historique sur trente-cinq ans des principaux agrégats macroéconomiques. Les données japonaises en année budgétaire japonaise sont généralement converties en année calendaire ou données à fin décembre.

Tableau A5 – Sources statistiques

Type de statistiques	Institutions	Rapports ou données disponibles	Liens
Rapports mensuels	BoJ	Monthly Report...	www.BoJ.or.jp/en/mopo/go_2014/index.htm
	MoF	Monthly Financial Review	www.MoF.go.jp/english/pri/publication/mf_review/
	CAO	Monthly Economic Report	www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei-e/index-e.html
Statistiques générales	SBJ	Statistical Handbook of Japan	www.stat.go.jp/english/
	E-stat	Indice des prix...	www.e-stat.go.jp/SG1/estat/eStatTopPortalE.do
PIB et indicateurs d'activité	ESRI	Comptes nationaux	www.esri.cao.go.jp/
	METI	Indice de production industrielle	www.meti.go.jp/english/statistics/
	MHLW	Emploi et chômage	www.mhlw.go.jp/english/database/db-1/25/2503re/2503re.html
Finances publiques	MoF	Budget, dette, bons du Trésor	www.MoF.go.jp/english/statistics/index.html
Balance des paiements	BoJ	Exportations et importations	www.customs.go.jp/toukei/suiri/html/time_e.htm ;
	MoF	Balance des paiements	www.mof.go.jp/english/international_policy/reference/balance_of_payments/
Emploi et statistiques sociales	MHLW	Labor Force Survey	www.mhlw.go.jp/english/database/db-1/monthly-labour.html
	SBJ	Activité par secteur, productivité	www.stat.go.jp/english/data/roudou/ingindex.htm
	JIL	Emploi, activité, chômage	www.jil.go.jp/english/estatist/eindex.htm
Statistiques financières	BoJ	Flux de trésorerie, monnaie...	www.stat-search.BoJ.or.jp/index_en.html
	FSA	Créances douteuses	www.fsa.go.jp/en/regulated/npl/
	TSE	Transactions boursières	www.tse.or.jp/english/market/index.html
	JBA	Bilan des banques commerciales	www.zenginkyo.or.jp/en/stats/
Comparaisons internationales	FMI	Perspectives économiques mondiales	www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28
	OCDE	Statistiques économiques et sociales	stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO#

Lexique et acronymes

Les acronymes usuels au Japon sont dérivés soit de la forme anglaise, soit de la lecture des caractères japonais (*kanjis*) au début de chaque mot ; ainsi pour la banque centrale japonaise, on peut utiliser BOJ (*Bank of Japan*) ou Nichigin (*Nihon Ginko*). La forme la plus courante est celle utilisée dans cet opuscule. Dans un souci de commodité et de simplicité, nous retenons l'usage commun en Occident pour les noms (Shinzo Abe), plutôt que l'usage japonais de faire précéder le prénom du nom de famille (Abe Shinzo), et nous recourons à la norme « Hepburn simplifié sans macron » (Shinzo Abe au lieu de Shinzō Abe, Tokyo au lieu de Tōkyō, Junichiro Koizumi au lieu de Jun'ichiro Koizumi).

<i>Abenomics</i>	Sumom donné aux politiques économiques menées depuis 2012 par le Premier ministre Shinzo Abe.
Accords du Louvre	Signés dans le cadre du G7 en 1987 afin d'interrompre la dépréciation du dollar.
Accords du Plaza	Signés dans le cadre du G7 en 1985 afin de provoquer la dépréciation du dollar.
BCE	Banque centrale européenne.
<i>Big Bang</i>	Réforme du système financier japonais en 1996 ; l'expression a été reprise du sumom donné à la réforme du système financier britannique en 1986.
BOJ	Banque du Japon (Bank of Japan).
Bulle	Période d'accélération des prix immobiliers et boursiers au Japon, de 1986 à 1991.
Bureaupluralisme	Représentation des intérêts des lobbies industriels au sein de chaque bureau ministériel.
CAO	Secrétariat général du Premier ministre (Cabinet Office).
CEFP	Conseil consultatif de politique économique et budgétaire (Council of Economic and Fiscal Policy), créé en 2000.

Choc Lehman	Faillite de la banque d'affaires Lehman Brothers en septembre 2015, associée au déclenchement d'une crise financière mondiale.
CIC	Conseil sur la compétitivité industrielle, revitalisé par Shinzo Abe en 2012.
CME	Politique monétaire non conventionnelle menée par le gouverneur Shirakawa de 2010 à 2012 (<i>Comprehensive Monetary Easing</i>).
CRR	Conseil pour la réforme réglementaire, revitalisé par Shinzo Abe en 2012.
« Décennie perdue »	L'expression désigne la première décennie suivant l'éclatement de la bulle (1990-2000) ; elle est parfois étendue à la décennie suivante.
Emploi non régulier	Désigne au Japon le travail temporaire et le travail intérimaire
<i>Endaka</i>	Périodes d'appréciation du yen, par exemple de 1987 à 1990.
<i>Enquête Tankan</i>	Enquête trimestrielle sur les conditions des affaires et les perspectives économiques, réalisée par la Banque du Japon.
« Entrepris zombie »	Entreprise en quasi-faillite ou bénéficiant d'un assouplissement de ses conditions de crédit, mais continuant son activité.
ESRI	Institut chargé de la production de comptes nationaux ou d'analyses économiques (Economic and Social Research Institute).
FMI	Fonds Monétaire International.
FSA	Autorité des services financiers, chargé de la supervision des banques et des assurances et, <i>via</i> la SESC, des marchés financiers (Financial Service Agency).
Fukushima	Nom d'une centrale nucléaire (Fukushima Dai-Ichi) dans la préfecture du même nom, accidentée lors du séisme survenu le 11 mars 2011.

GPIF	Fonds de retraite public (Government Pension Investment Fund).
Grande Dépression/ Grande Récession	Selon la convention désormais usuelle, la Grande Dépression désigne la crise des années 1930 et la Grande Récession, la crise qui a suivi le « choc Lehman » de 2008.
Haute croissance	Période de forte croissance économique au Japon, de la guerre de Corée en 1950 à la crise de 1973.
ICC	Conseil consultatif de concurrence industrielle, créé en 1999.
IPC	Indice des prix à la consommation.
IPSS	Institut d'études démographiques du Japon.
JAL	Compagnie aérienne japonaise initialement spécialisée dans les liaisons internationales, privatisée en 1987 (<i>Japan Airlines</i>).
JGB	Obligations publiques japonaises (<i>Japanese Government Bond</i>).
JR	Entreprise de chemins de fer, divisée en sept entités en 1987, dont certaines ont ensuite été privatisées (<i>Japan Railways</i>).
Keidanren	L'une des deux principales associations patronales japonaises (<i>Japan Business Federation</i>), la seconde étant le <i>Keizai Doyukai</i> (<i>Japan Association of Corporate Executives</i>).
<i>Keiretsu</i>	Depuis l'après-guerre, désigne un conglomérat industriel, souvent organisé avec la participation d'une banque et se manifestant par des participations croisées en capital ; en déclin depuis la bulle et les changements de réglementation bancaire qui ont suivi.
LTCB	Banque publique de financement de long terme, en faillite et nationalisée en 1998, avant d'être privatisée en 1999.
<i>Mamizu</i>	« Vraie eau », l'expression désigne, parmi les mesures incluses dans un plan de relance, celles ayant un impact

budgétaire direct (dépenses ou recettes), à l'exclusion des simples opérations financières.

MHLW	Ministère des Affaires sociales, de la Santé et de l'Emploi (Ministry of Health Labor and Welfare).
MITI/METI	Ministère de l'Industrie et du Commerce international (MITI) jusqu'en 2000, puis ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie (METI) à partir de 2000.
MOF	Ministère des Finances (Ministry of Finance).
MOFA	Ministère des Affaires étrangères, responsable d'une partie de la politique commerciale.
NCB	Banque de financement de long terme, nationalisée en 1998.
NHK	Chaîne de télévision publique (Nippon Hoso Kyokai).
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique.
PDJ	Parti démocrate du Japon, principal parti d'opposition, au pouvoir de 2009 à 2012 (Democratic Party of Japan).
PGF	Productivité globale des facteurs.
PLD	Parti libéral démocrate, parti du Premier ministre Shinzo Abe, au pouvoir depuis 1955, à l'exception de deux interruptions en 1993-1994 et de 2009 à 2012 (Liberal Democrat Party).
PSE	Indicateur des mesures de soutien au prix des produits agricoles (<i>Producer Support Estimate</i>).
QE	Politique monétaire non conventionnelle d'expansion quantitative (<i>Quantitative Easing</i>), mise en œuvre au Japon de 2001 à 2006 ; l'expression est utilisée plus généralement au sein des pays du G7 depuis 2008.
QQE	Politique monétaire non conventionnelle menée depuis 2013 par Haruhiko Kuroda, actuel gouverneur de la Banque du Japon (<i>Quantitative and Qualitative Easing</i>).

SESC	Autorité de surveillance financière, chargée au sein de la FSA, du suivi des marchés financiers (Securities and Exchange Surveillance Commission).
<i>Shunto</i>	Littéralement « offensive de printemps », mécanisme de négociation collective des salaires.
<i>Spillover</i>	Innovation technologique ou organisationnelle.
« Système de convoi »	Acquisition de banques fragiles par des banques plus robustes, afin d'éviter des faillites bancaires ; stratégie mise en œuvre des années 1960 au milieu des années 1990.
Taxe sur la consommation	Cette taxe introduite en 1986 et dont le taux est actuellement de 8 %, est très proche de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), même si elle n'en porte pas le nom.
TPP	Accord de partenariat transpacifique, portant sur les aspects commerciaux et les investissements, conclu en 2015 par onze pays de la zone Pacifique, incluant notamment le Japon et les États-Unis (<i>TransPacific Partnership</i>).
ZIRP	Politique monétaire non conventionnelle de taux d'intérêt zéro (<i>Zero Interest Rate Policy</i>), menée de 1999 à 2000, de 2001 à 2006 et depuis 2008.

Bibliographie

- AHEARNE, Alan, GAGNON, Joseph, HALTMAIER, Jane, KAMIN, Steve *et al.*, « Preventing deflation : lessons from Japan's experience in the 1990s », Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers*, 279, 1999.
- AKERLOF, George, BLANCHARD, Olivier, ROMER, David et STIGLITZ, Joseph (éd.), *What Have We Learned*, Cambridge (MA), MIT Press, 2014.
- AMYX, Jennifer, *Japan's Financial Crisis. Institutional Rigidity and Reluctant Change*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2004.
- AOKI, Masahiko, *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.
- , *Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity. Competitiveness in Japan, the USA, and the Transitional Economies*, Oxford, Oxford University Press, 2000.
- , JACKSON, Gregory et MIYAJIMA, Hideaki (éd.), *Corporate Governance in Japan. Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford, Oxford University Press, 2007.
- et PATRICK, Hugh (éd.), *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford, Oxford University Press, 1994.
- ARAI, Misako et LECHEVALIER, Sébastien, « Japon. 20 ans de politiques de promotion de l'égalité hommes-femmes au travail », *Chroniques internationales de l'IRES*, 86, 2004.
- BAIG, Taimur, « Understanding the costs of deflation in the Japanese context », *IMF Working Paper*, 03/215, 2003.
- BALL, Laurence, « Ben Bernanke and the zero bound », *NBER Working Papers*, 17836, 2012.
- BARTELSMAN, Eric J. et DOMS, Mark, « Understanding productivity : lessons from longitudinal micro-data », *Journal of Economic Literature*, 38 (3), 2002.
- BAYOUMI, Tamim, « The morning after : explaining the slowdown in Japanese growth in the 1990s », *NBER Working Paper*, 7350, 1999.

- BERNANKE, Ben, « Japanese monetary policy : a case of self-induced paralysis », in Ryoichi Mikitani et Adam Posen (éd.), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US experience*, Washington (DC), Institute for International Economics, 2000.
- , *The Courage to Act*, New York (NY), W.W. Norton, 2015.
- , GERTLER, Mark et GILCHRIST, Simon, « The financial accelerator and the flight to quality », *Review of Economics and Statistics*, 78 (1), 1996.
- BLANCHARD, Olivier; ROMER, David, SPENCE, Michael et STIGLITZ, Joseph (éd.), *In the Wake of the Crisis*, Cambridge (MA), MIT Press, 2012.
- BLOCH, Marc, *Apologie pour l'histoire ou métier d'historien*, Paris, Armand Colin, 1949.
- BOYER, Robert et YAMADA, Toshio (éd.), *Japanese Capitalism in Crisis*, Londres, Routledge, 2000.
- BOYER, Robert, ISOGAI, Akinori et UEMURA, Hiroyasu (éd.), *Diversity and Transformations of Asian Capitalisms*, Londres, Routledge, 2011.
- BRANSTETTER, Lee et NAKAMURA, Yoshihaki, « Is Japan's innovative capacity in decline ? », in Magnus Blomström et al. (éd.), *Structural Impediments to Growth in Japan*, Chicago (IL), University of Chicago Press, 2003.
- BROWN, Cary, « Fiscal policy in the Thirties : a reappraisal », *The American Economic Review*, 46, 1956.
- CABALLERO, Ricardo, HOSHI, Takeo et KASHYAP, Anil, « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », *American Economic Review*, 98 (5), 2008.
- CANRY, Nicolas, FOUQUAU, Julien et LECHEVALIER, Sébastien, « Sectoral price dynamics in Japan : a threshold approach », *Economics Bulletin*, 31 (2), 2011.
- CARGILL, Thomas, HUTCHISON, Michael et ITO, Takatoshi, *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, Cambridge (MA), MIT Press, 1997.
- CARGILL, Thomas et SAKAMOTO, Takayuki, *Japan since 1980*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008.
- CERRA, Valerie et SAXENA, Sweta Chaman, « Growth dynamics : the myth of economic recovery », *American Economic Review*, 98 (1), 2008.

- CHANG, Ha-Joon, ANDREONI, Antonio et KUAN, Ming Leon, « International industrial policy experiences and the lessons for the UK », in Alan Hughes (éd.), *The Future of UK Manufacturing : Scenario Analysis, Financial Markets and Industrial Policy*, e-book, Londres, UK-IRC, 2014.
- CHIAVACCI, David et HOMMERICH, Carola (éd.), *Social Inequality in Post-Growth Japan. Transformation during Economic and Demographic Stagnation*, Londres, Routledge, 2016.
- CINGANO, Federico, « Trends in income inequality and its impact on economic growth », OECD Social, *Employment and Migration Working Papers*, 163, 2014.
- CŒURÉ, Benoît, « Monetary policy and the risk of a lost decade », Banque centrale européenne, *Amundi World Investment Forum*, 2013.
- COHEN, Daniel, *Le Monde est clos et le désir infini*, Paris, Albin Michel, 2015.
- CURTIS, Gerald, *The Logic of Japanese Politics*, New York (NY), Columbia University Press, 1999.
- (éd.), *Policymaking in Japan. Defining the Role of Politicians*, Tokyo, JCIE Press, 2002.
- DEBANES, Pauline et LECHEVALIER, Sébastien (dir.), « Vers un renouveau de l'État développeur en Asie ? », *Critique Internationale*, 63, 2014.
- DOI, Takero et IHORI, Toshihiro, *The Public Sector in Japan. Past Developments and Future Prospects*, Cheltenham, Edward Elgar, 2009.
- DOSI, Giovanni, LECHEVALIER, Sébastien et SECCHI, Angelo, « Inter-firm heterogeneity : nature, sources and consequences for industrial dynamics », *Industrial and Corporate Change*, 19 (6), 2010.
- EGGERTSSON, Gauti et KRUGMAN, Paul, « Debt, deleveraging, and the liquidity trap : a Fisher-Minsky-Koo approach », miméo, 2010.
- et WOODFORD, Michael, « The zero bound on interest rates and optimal monetary policy », *Brooking Papers of Economic Activity*, 1, 2003.
- EICHENGREEN, Barry, *Hall of Mirrors, the Great Depression, the Great Recession, and the Uses-and Misuses of History*, Oxford, Oxford University Press, 2015.
- EMMANUEL, Rahm, *Wall Street Journal*, 19 novembre 2008.

- EMMENEGGER, Patrick, HÄUSERMANN, Silja, PALIER, Bruno et SEELEIB-KAISER, Martin (éd.), *The Age of Dualization. The Changing Face of Inequality in Deindustrializing Societies*, Oxford, Oxford University Press, 2012.
- FAGGIO, Giulia, SALVANES, Kjell et VAN REENEN, John, « The evolution of inequality in productivity and wages : panel data evidence », *Industrial and Corporate Change*, 19 (6), 2010.
- FISCHER, Stanley, « Monetary policy and performance in the US, Japan and Europe, 1973-1986 », *NBER Working Paper*, 2475, 1987.
- FISHER, Irving, « The debt-deflation theory of great depressions », *Econometrica*, 1 (4), 1933.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, « Unconventional monetary policies. Recent experience and prospects », Washington (DC), *IMF Staff Report*, 2013.
- , « Euro area policies : 2015 article IV consultation », Washington (DC), *IMF Country Report*, 15/204, 2015.
- FUCHI, Hitoshi, ODA, Nobuyuki et UGAI, Hiroshi, « The costs and benefits of inflation : evaluation for Japan's economy », *Bank of Japan Working Paper Series*, 07-E-10, 2007.
- FUKAO, Kyoji, INUI, Tomohiko, KAWAI, Hiroki et MIYAGAWA, Tsutomu, « Sectoral productivity and economic growth in Japan, 1970-1998 : an empirical analysis based on the JIP database », *Hi-Stat Discussion Paper Series*, D03-19, 2004.
- FUKAO, Kyoji et MIYAGAWA, Tsutomu, « Productivity in Japan, the US, and the major EU economies : is Japan falling behind ? », *RIETI Discussion Papers Series*, 07e046, 2007.
- FUKAO, Kyoji, IKEUCHI, Kenta, KWON, Hyeog Ug, KIM, Young Gak, MAKINO, Tatsuji et TAKIZAWA, Miho, « Lessons from Japan's secular stagnation », *RIETI Discussion Papers Series*, 15e124, 2015.
- GAZIER, Bernard, PALIER, Bruno et PÉRIER-TIMBEAU, Hélène, *Refonder le système de protection sociale. Pour une nouvelle génération de droits sociaux*, Paris, Presses de Sciences Po, 2014.
- GEITHNER, Timothy, *Stress Test, Reflections on Financial Crises*, New York (NY), Broadway Books, 2014.

- GENDA, Yuji, *A Nagging Sense of Job Insecurity. The New Reality Facing Japanese Youth*, Tokyo, The International House of Japan, 2005.
- GOODHART, Charles, *The Basel Committee on Banking Supervision : A History of the Early Years, 1974-1997*, Cambridge, Cambridge University Press, 2011.
- HAMADA, Koichi, « Policymaking in deflationary Japan », *The Japanese Economic Review*, 55 (3), 2004.
- HANDBURY, Jessie, WATANABE, Tsutomu et WEINSTEIN, David, « How much do official price indexes tell us about inflation ? », Tokyo University, *Price Project Working Paper Series*, 19, 2013.
- HAUSMAN, Joshua et WIELAND, Johannes, « Abenomics : preliminary analysis and outlook », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2014.
- , « Abenomics : an update », *Brookings Papers on Economic Activity*, miméo, 2015.
- HAYASHI, Fumio et PRESCOTT, Edward, « The 1990s in Japan : a lost decade », *Review of Economic Dynamics*, 5 (1), 2002.
- HIRAKATA, Naohisa, SUDO, Nao, TAKEI, Ikuro et UEDA, Kozo, « Japan's financial crises and lost decades », Federal Reserve Bank of Dallas, *Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, 220, 2014.
- HOMAR, Timotej, KICK, Heinrich et SALLES, Carmelo, « What drives forbearance. Evidence from the ECB comprehensive assessment », *ECB Working Paper*, 1860, 2015.
- HORIOKA, Charles, « The (dis)saving behavior of the aged in Japan », *NBER Working Papers*, 15601, 2009.
- HOSHI, Takeo, « Economics of the living dead », *Japanese Economic Review*, 57 (1), 2006.
- , « Will Abenomics restore Japan's growth ? », Stanford University, NBER et TCER, 2013.
- HOSHI, Takeo et KASHYAP, Anil, « The Japanese banking crisis : where did it come from and how will it end ? », *NBER Working Paper*, 7250, 1999.
- , *Corporate Governance in Japan*, Cambridge (MA), MIT Press, 2001.

- , « Solutions to the Japanese banking crisis : what might work and what definitely will fail », Institute of Economic Research, *Discussion Paper Series*, 35, 2004.
- , *Why Did Japan Stop Growing ?*, Tokyo, National Institute for Research Advancement (NIRA), 2011.
- , « Will the U.S and Europe avoid a lost decade ? », *IMF Economic Review*, 63, 2015.
- HOSHI, Takeo et PATRICK, Hugh (éd.), *Crisis and Change in Financial System*, Berlin, Springer, 2000.
- HOSHI, Takeo et ITO, Takatoshi, « Financial regulation in Japan : a sixth year review of the Financial Services Agency », *Journal of Financial Stability*, 1, 2004.
- HUTCHISON, Michael et McDILL, Kathleen, « Are banking crises alike ? The Japanese experience in international comparison », *NBER Working Paper*, 7253, 1999.
- IKUUCHI, Kenta, BELDERBOS, René, FUKAO, Kyoji, KIM Young Gak et KWON, Hyeog Ug, « Buyers, suppliers, and R&D spillovers », *RIETI Discussion Paper Series*, 15e047, 2015.
- INGVES, Stefan et LIND, Göran, « The management of the bank crisis in retrospect », Central Bank of Sweden, *Quarterly Review*, 1996.
- ITO, Keiko et Lechevalier, Sébastien, « The evolution of the productivity dispersion of firms. A reevaluation of its determinants in the case of Japan », *Review of World Economics*, 145 (3), 2009.
- ITO, Takatoshi, *The Japanese Economy*, Cambridge (MA), MIT Press, 1992.
- , « We are all QE-sians now », Bank of Japan, *IMES Discussion Paper Series*, 14-E-07, 2014.
- et SAKAKI, Yuri, « Impacts of the Basel capital standard on Japanese banks », *Journal of the Japanese and International Economies*, 17 (3), 2002.
- et MISHKIN, Frederic, « Two decades of monetary policy and the deflation problem », *NBER Working Paper*, 10878, 2004.
- ITO, Takatoshi, PATRICK, Hugh et WEINSTEIN, David (éd.), *Reviving Japan's Economy : Problems and Prescriptions*, Cambridge (MA), MIT Press, 2005.

- JOYCE, Michael, MILES, David, SCOTT, Andrew et VAYANOS, Dimitri, « Quantitative easing and unconventional monetary policy : an introduction », *The Economic Journal*, 122 (564), 2012.
- KAHNEMAN, Daniel, *Thinking, Fast and Slow*, New York (NY), Farrar, Straus and Giroux, 2011.
- KANAYA, Akihiro et WOO, David, « The Japanese banking crisis of the 1990's : source and lessons », *IMF Working Paper*, 00/07, 2000.
- KATO, Junko, *The Problem of Bureaucratic Rationality : Tax Policy in Japan*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 1994.
- , *Regressive Taxation and the Welfare State*, Cambridge, Cambridge University Press, 2003.
- KATZ, Richard, *Japan : The System That Soured. The Rise and Fall of the Japanese Economic Miracle*, Armonk (NY), M.E. Sharpe, 1998.
- KIUCHI, Takahide, « Revisiting QQE », Speech at the Capital Markets Research Institute, Tokyo, Bank of Japan, 3 décembre 2015.
- KIYOTAKI, Nobuhiro et MOORE, John, « Credit cycles », *Journal of Political Economy*, 105 (2), 1997.
- KOO, Richard, *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, New York (NY), Wiley, 2003.
- , *The Holy Grail of Macroeconomics*, New York (NY), Wiley, 2009.
- , *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap : A Hazardous Road for the World Economy*, New York (NY), Wiley, 2015.
- KRUGMAN, Paul, « It's baaack : Japan's slump and the return of the liquidity trap », *Brookings Paper of Economic Activity*, 2, 1998.
- , « Japan the model », blog du *New York Times*, 23 mai 2013.
- , ROSENBERG, David, SUMMERS, Lawrence et BREMMER, Ian, *North America's Lost Decade ? : The Munk Debate on the Economy*, Toronto, House of Anansi Press, 2012.
- KURODA, Haruhiko, « The practice and theory of unconventional monetary policy », discours au congrès de l'International Economic Association, Bank of Japan, 2014.

- LAEVEN, Luc et VALENCIA, Fabian, « Systemic banking crises database : an update », *IMF Working Paper*, 12/163, 2012.
- LANDIER, Augustin et THESMAR, David, *Le Grand Méchant Marché : décryptage d'un fantasme français*, Paris, Flammarion, coll. « Champs actuel », 2008.
- LECHEVALIER, Sébastien, *Recent Changes in the Japanese Public Research and Innovation Policies. Lessons for Europe, Research Project undertaken for the European Union, Delegation of the European Commission to Japan*, Tokyo, 2006.
- , « The diversity of capitalism and heterogeneity of firms. A case study of Japan during the Lost Decade », *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 4 (1), Special Issue « The Evolution of Organizations and Institutions », 2007.
- , *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, Paris, Presses de Sciences Po, 2011.
- , « The “re-segmentation” of the Japanese labor market. Investigating the impact of industrial dynamics », Keio University Panel Data Research Center, *Discussion Paper*, 2014-001, 2014.
- , « Ce surprenant Shinzo Abe », *Le Monde*, 5 mai 2014.
- (éd.), « Globalization and labor market outcomes : de-industrialization, job security, and wage inequalities », *Review of World Economics*, 151 (3), special issue, 2015.
- , « The “re-segmentation” of the Japanese labour market. Investigating the impact of industrial dynamics », in David Chiavacci et Carola Hommerich (éd.), *Social Inequality in Post-Growth Japan : Transformation during Economic and Demographic Stagnation*, Londres, Routledge, 2016.
- et ROUHBAN, Odile, « Revisiting cross-national variations in preference for redistribution. Attitudes to inequalities, social beliefs, and welfare systems », CEAFJP, *Discussion Paper Series*, 16-03, 2016.
- , STORZ, Cornelia et NISHIMURA, Junichi, « Diversity in patterns of industry evolution : how an “intrapreneurial” regime contributed to the emergence of the service robot industry », *Research Policy*, 43 (10), 2014.
- , DEBANES, Pauline et SHIN, Wonkyu, « Financialisation and industrial policy. Comparing Japan and Korea », *Structural Change and Economic Dynamics*, 39,

- numéro spécial « Frontiers of industrial policy : structures, institutions, and policies », 2016, à paraître.
- , IKEDA, Yukio et NISHIMURA, Junichi, « The effect of participation in government consortia on the R&D productivity of firms : a case study of robot technology in Japan », *Economics of Innovation and New Technology*, 19 (8), 2010.
- , « Investigating collaborative R&D using patent data : the case study of robot technology in Japan », *Managerial and Decision Economics*, 32 (5), 2011.
- LINCOLN, Edward, *Arthritic Japan : The Slow Pace of Economic Reform*, Washington (DC), Brookings Institution Press, 2001.
- et LITAN, Robert, « The “big bang” ? An ambivalent Japan deregulates its financial markets », *Brookings Review*, 16 (1), 1998.
- LIPSCY, Philip et TAKINAMI, Hirofumi, « The politics of financial crisis response in Japan and the United States », *Japanese Journal of Political Science*, 14 (3), 2013.
- MCKINNON, Ronald et OHNO, Kenichi, « The foreign exchange origins of Japan's slump », in Ronald McKinnon, *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard*, Cambridge (MA), MIT Press, 2005.
- MONFORT, Brieuc, « Gross debt or net debt : which is the best measure of Japanese public debt ? », miméo, 2011.
- , « Can increased public expenditure efficiency contribute to the consolidation of public finances in Japan ? », *CEAFJ Discussion Paper*, 2015-2, 2015.
- , « How informative are inflation indicators in Japan ? », miméo, 2015.
- MORIGUCHI, Chiaki et SAEZ, Emmanuel, « The evolution of income concentration in Japan, 1886-2005 : evidence from income tax statistics », *The Review of Economics and Statistics*, 90 (4), 2008.
- MOTONISHI, Taizo et YOSHIKAWA, Hiroshi, « Causes of the long stagnation of Japan during the 1990s : financial or real ? », *Journal of the Japanese and International Economies*, 3 (4), 1999.
- MULGAN, George, *Japan's Failed Revolution : Koizumi and the Politics of Economic Reform*, Canberra, Asia Pacific Press, 2003.

- NAKASO, Hiroshi, « The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt », *BIS Paper*, 6, 2001.
- NIKKEIREN, *Japanese Business Management in the New Era*, Tokyo, Nikkeiren, 1995.
- NISHIMURA, Kiyoko, NAKAJIMA, Takanobu et KIYOTA, Kozo, « Does the natural selection mechanism still work in severe recessions ? Examination of the Japanese economy in the 1990s », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 58 (1), 2005.
- , « Innovation versus diffusion : determinants of productivity growth among Japanese firms », *MMRC Working Papers*, 2005-43, 2005.
- OCDE, *Evaluation of Agricultural Policy Reforms in Japan*, Paris, OECD, 2009.
- OCHIAI, Emiko et HOSOYA, Leo Aoi, *Transformation of the Intimate and the Public in Asian Modernity*, Leyde, Brill, 2014.
- ODAGIRI, Hiroyuki, *Growth through Competition. Competition through Growth*, Oxford, Clarendon Press Oxford, 1994.
- OGAWA, Kazuo et KITASAKA, Shinichi, « Bank lending in Japan : its determinants and macroeconomic implications », in Takeo Hoshi et Hugh Patrick, *Crisis and Change in Financial System*, Berlin, Springer, 2000.
- OKAZAKI, Tetsuji et OKUNO-FUJIIWARA, Masahiro (éd.), *The Japanese Economic System and Its Historical Origin*, Oxford, Oxford University Press, 1999.
- OKINA, Kunio, SHIRAKAWA, Masaaki et SHIRATSUKA, Shinegori, « The asset price bubble and monetary policy : Japan's experience in the late 1980s and the lessons », Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies*, 2001.
- ORLÉAN, André, *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière*, Éditions Rue d'Ulm, coll. « Cepremap », 2009.
- OHTAKE, Fumio, « Nihon no Fubyoudou (Les inégalités au Japon, en japonais) », *Nihon Keizai Shimbun*, 2005.
- PEEK, Joe et ROSENGREN, Eric, « Unnatural selection : perverse incentives and the misallocation of credit in Japan », *American Economic Review*, 95 (4), 2005.
- PIKETTY, Thomas, *Le Capital au XXI^e siècle*, Paris, Le Seuil, 2013.

- PISANI-FERRY, Jean, *Le Réveil des démons. La crise de l'euro et comment nous en sortir*, Paris, Fayard, 2011.
- POSEN, Adam, *Restoring Japan's Economic Growth*, Washington (D. C.), Peterson Institute for International Economics, 1999.
- , « What went right in Japan », *Institute for International Economics Policy Brief*, 4-6, 2004.
- RAJAN, Raghuram, *Fault Lines : How Hidden Fractures still Threaten the World Economy*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2010.
- REINHART, Carmen et ROGOFF, Kenneth, *This Time Is Different : Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton (NJ), Princeton University Press, 2009.
- ROMER, David, « What have we learned about fiscal policy from the crisis ? », in Olivier Blanchard, David Romer, Michael Spence et Joseph Stiglitz (éd.), *In the Wake of the Crisis*, Cambridge (MA), MIT Press, 2012.
- SALA, Adrienne, « Surendettement et changement institutionnel sur le marché des crédits aux consommateurs au Japon. Le rôle des groupes d'intérêts », CEAFFJ, *Discussion Paper Series*, 2015-3, 2015.
- SAXONHOUSE, Gary, « Good deflation, bad deflation and the Japanese recovery », *International Economics and Economic Policy*, 2 (2-3), 2005.
- SCHOPPA, Leonard, « Neoliberal economic policy preferences of the "New Left" », in Rikki Kersten et David Williams, *The Left in the Shaping of Japanese Democracy*, Londres, Routledge, 2006.
- SHEKHAR, Aiyar, BERGTHALER, Wolfgang, GARRIDO, Jose, ILYINA, Anna, JOBST, Andreas, KANG, Kenneth, KOVTUN, Dimitriy, LIU, Yan, MONAGHAN, Dermot et MORETTI, Marina, « A strategy for resolving Europe's problem loans », *IMF Staff Discussion Note*, 15/19, 2015.
- SHER, Galen, « Cashing in for growth : corporate cash holdings as an opportunity for investment in Japan », *FMI Working Paper*, 14/221, 2015.
- SHIRAKAWA, Masaaki, « Soutenabilité de la dette publique : conditions préalables à la stabilité du système financier et des prix », *Revue de la stabilité financière de la Banque de France*, 16, 2012.

- SHULMAN, David, « The Goldilocks economy : keeping the bears at bay », Salomon Brothers, 1992.
- SPENCE, Michael (éd.), *The Growth Report : Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*, Washington (DC), The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2008.
- STIGLITZ, Joseph, *The Price of Inequality*, New York (NY), W.W. Norton, 2013.
- , blog du *New York Times*, 9 juin 2013.
- , entretien, *The Telegraph*, 20 août 2014.
- , entretien, *Die Welt*, 17 septembre 2015.
- SUZUKI, Yasushi, *Japan's Financial Slump*, Basingstoke, Palgrave Macmillan, 2011.
- TACHIBANAKI, Toshiaki, *Confronting Income Inequality in Japan*, Cambridge (MA), MIT Press, 2005.
- TAKENAKA, Heizo, *The Structural Reform of the Koizumi Cabinet. An Insider Account of the Economic Revival of Japan*, Tokyo, Nikkei Publishing, 2008.
- TETT, Gillian, *Saving the Sun : A Wall Street Gamble to Rescue Japan from its Trillion-Dollar Meltdown*, New York (NY), Harper Business, 2003.
- TEULINGS, Coen et BALDWIN, Richard, *Secular Stagnation : Facts, Causes and Cures*, Londres, CEPR Press, 2014.
- TIBERGHIEU, Yves, « Trente ans de réformes néolibérales au Japon », in Sébastien Lechevalier, *La Grande Transformation du capitalisme japonais*, Paris, Presses de Sciences Po, 2011.
- TRICHET, Jean-Claude, « My 25-year journey with the euro », *Nikkei Asian Review*, publié du 1^{er} au 30 septembre 2014.
- UEDA, Kazuo, « The effectiveness of non-traditional monetary policy measures : the case of the Bank of Japan », *The Japanese Economic Review*, 63 (1), 2012.
- VÉRON, Nicolas, « The European Union is the global laggard on Basel III », Bruegel, 2014.
- VOGEL, Ezra F., *Japan as Number One : Lessons for America*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 1979.

- WAKATABE, Masazumi, « Turning Japanese ? Lessons from Japan's lost decade to the current crisis », Columbia University, *Center on Japanese Economy and Business Working Paper*, 309, 2014.
- WATANABE, Wako, « Does a large loss of bank capital cause evergreening ? Evidence from Japan », *Journal of the Japanese and International Economies*, 24 (1), 2010.
- WEINSTEIN, David et BRODA, Christian, « Exporting deflation ? Chinese exports and Japanese prices », *NBER Working Papers*, 13942, 2008.
- WITT, Michael, *Changing Japanese Capitalism. Societal Coordination and Institutional Adjustment*, Cambridge, Cambridge University Press, 2006.
- YOSHIKAWA, Hiroshi, *Japan's Lost Decade*, Tokyo, LTCB International Library/International House of Japan, 2002.
- , *Defure* (Déflation, ouvrage en japonais), Tokyo, Nikkei Publishing Inc., 2013.

Liste des figures et des tableaux

Figures

Figure 1 – PIB nominal et PIB par habitant (1960-2015)	18
Figure 2 – PIB en niveau et indice immobilier avant et après une crise financière.	29
Figure 3 – Créances douteuses et entreprises « zombies » (1990-2015) . .	57
Figure 4 – Croissance : périodisation et prévision de croissance du Japon .	69
Figure 5 – Déficit budgétaire et plans de relance	75
Figure 6 – Inflation et taux de change réel (1985-2015)	84
Figure 7 – Politique monétaire conventionnelle et non conventionnelle (1990-2015)	90
Figure 8 – Croissance potentielle du Japon	107
Figure 9 – Dispersion de la productivité du travail dans le secteur manufacturier et non manufacturier (1994-2003)	115
Figure 10 – Réformes structurelles (1990-2015)	118
Figure 11 – Taux de chômage et mesure des inégalités (1990-2015)	130
Figure 12 – Cote de popularité des Premiers ministres (2000-2015) et opinions sur l'économie	145
Figure 13 – Marchés financiers	149
Figure 14 – Consolidation budgétaire et dette publique	152
Figure 15 – Croissance du PIB et exportations.	163
Figure 16 – Crédit bancaire et investissement.	165
Figure 17 – Inflation, anticipation d'inflation et salaires.	166

Tableaux

Tableau 1 – Comparaison des crises financières au Japon et aux États-Unis (1990-2003 et 2006-2008)	31
Tableau 2 – Mesures de politique monétaire (1990-2015)	94
Tableaux 3 et 4 – Croissance de la valeur ajoutée et de la productivité . . .	109
Tableau 5 – Représentation schématique de la dynamique des inégalités . .	134
Tableau A1 – Chronologie économique et politique (1985-2015)	184
Tableau A2 – Impact potentiel des réformes structurelles sur la croissance au Japon	192
Tableau A3 – Mesures mises en œuvre dans le cadre des <i>Abenomics</i> (2013-2015)	193
Tableau A4 – Organisation administrative au Japon, en France et en Europe	195
Tableau A5 – Sources statistiques	202

ORGANIGRAMME DU CEPREMAP

Président : Benoît Coeuré
Directeur : Daniel Cohen
Directrice adjointe : Claudia Senik

OBSERVATOIRES

<i>Macroéconomie</i>	<i>Bien-être</i>
Benjamin Carton	Yann Algan
Jean-Olivier Hairault	Elisabeth Beasley
Michel Juillard	Andrew Clark

PROGRAMMES

<i>Politique macroéconomique en économie ouverte</i>	<i>Travail et emploi</i>
Jean Imbs	Luc Behaghel
Philippe Martin	Ève Caroli
Gilles Saint-Paul	Dominique Meurs
<i>Économie publique et redistribution</i>	<i>Marchés, firmes et politique de la concurrence</i>
Maya Bacache-Beauvallet	Gilles Chemla
Antoine Bozio	Jérôme Pouyet
Brigitte Dormont	Katheline Schubert
<i>Commerce international et développement</i>	
Marc Gurgand	
Miren Lafourcade	
Sylvie Lambert	

DANS LA MÊME COLLECTION

- La Lancinante Réforme de l'assurance maladie*, par Pierre-Yves Geoffard, 2006, 48 pages.
- La Flexicurité danoise. Quels enseignements pour la France ?*, par Robert Boyer, 2007, 3^e tirage, 54 pages.
- La Mondialisation est-elle un facteur de paix ?*, par Philippe Martin, Thierry Mayer et Mathias Thoenig, 2006, 2^e tirage, 56 pages.
- L'Afrique des inégalités : où conduit l'histoire*, par Denis Cogneau, 2007, 64 pages.
- Électricité : faut-il désespérer du marché ?*, par David Spector, 2007, 2^e tirage, 56 pages.
- Une jeunesse difficile. Portrait économique et social de la jeunesse française*, par Daniel Cohen (éd.), 2007, 238 pages.
- Les Soldes de la loi Raffarin. Le contrôle du grand commerce alimentaire*, par Philippe Askenazy et Katia Weidenfeld, 2007, 60 pages.
- La Réforme du système des retraites : à qui les sacrifices ?*, par Jean-Pierre Laffargue, 2007, 52 pages.
- Les Pôles de compétitivité. Que peut-on en attendre ?*, par Gilles Duranton, Philippe Martin, Thierry Mayer et Florian Mayneris, 2008, 2^e tirage, 84 pages.
- Le Travail des enfants. Quelles politiques pour quels résultats ?*, par Christelle Dumas et Sylvie Lambert, 2008, 82 pages.
- Pour une retraite choisie. L'emploi des seniors*, par Jean-Olivier Hairault, François Langot et Theptida Sopraseduth, 2008, 72 pages.
- La Loi Galland sur les relations commerciales. Jusqu'où la réformer ?*, par Marie-Laure Allain, Claire Chambolle et Thibaud Vergé, 2008, 74 pages.
- Pour un nouveau système de retraite. Des comptes individuels de cotisations financés par répartition*, par Antoine Bozio et Thomas Piketty, 2008, 2^e tirage, 100 pages.
- Les Dépenses de santé. Une augmentation salutaire ?*, par Brigitte Dormont, 80 pages, 2009.
- De l'euphorie à la panique. Penser la crise financière*, par André Orléan, 2009, 3^e tirage, 112 pages.
- Bas salaires et qualité de l'emploi : l'exception française ?*, par Ève Caroli et Jérôme Gautié (éd.), 2009, 510 pages.
- Pour la taxe carbone. La politique économique face à la menace climatique*, par Katheline Schubert, 2009, 92 pages.
- Le Prix unique du livre à l'heure du numérique*, par Mathieu Perona et Jérôme Pouyet, 2010, 92 pages.
- Pour une politique climatique globale. Blocages et ouvertures*, par Roger Guesnerie, 2010, 96 pages.

Comment faut-il payer les patrons ?, par Frédéric Palomino, 2011, 74 pages.

Portrait des musiciens à l'heure du numérique, par Maya Bacache-Beauvallet, Marc Bourreau et François Moreau, 2011, 94 pages.

L'Épargnant dans un monde en crise. Ce qui a changé, par Luc Arrondel et André Masson, 2011, 112 pages.

Handicap et dépendance. Dramas humains, enjeux politiques, par Florence Weber, 2011, 76 pages.

Les Banques centrales dans la tempête. Pour un nouveau mandat de stabilité financière, par Xavier Ragot, 2012, 80 pages.

L'Économie politique du néolibéralisme. Le cas de la France et de l'Italie, par Bruno Amable, Elvire Guillaud et Stefano Palombarini, 2012, 164 pages.

Faut-il abolir le cumul des mandats ?, par Laurent Bach, 2012, 126 pages.

Pour l'emploi des seniors. Assurance chômage et licenciements, par Jean-Olivier Hairault, 2012, 78 pages.

L'État-providence en Europe. Performance et dumping social, par Mathieu Lefebvre et Pierre Pestieau, 80 pages, 2012.

Obésité. Santé publique et populisme alimentaire, par Fabrice Étilé, 2013, 124 pages.

La Discrimination à l'embauche sur le marché du travail français, par Nicolas Jacquemet et Anthony Edo, 2013, 78 pages.

Travailler pour être aidé ? L'emploi garanti en Inde, par Clément Imbert, 2013, 74 pages

Hommes/Femmes. Une impossible égalité professionnelle ?, par Dominique Meurs, 2014, 106 pages.

Le Fédéralisme en Russie ? Les leçons de l'expérience internationale, par Ekaterina Zhuravskaya, 2014, 68 pages.

Bien ou mal payés ? Les travailleurs du public et du privé jugent leurs salaires, par Christian Baudelot, Damien Cartron, Jérôme Gautié, Olivier Godechot, Michel Gollac et Claudia Senik, 2014, 232 pages.

La Caste dans l'Inde en développement. Entre tradition et modernité, par Guilhem Cassan, 2015, 72 pages.

Libéralisation, innovation et croissance. Faut-il les associer ?, par Bruno Amable et Ivan Ledezma, 2015, 122 pages.

Les Allocations logement. Comment les réformer ?, par Antoine Bozio, Gabrielle Fack et Julien Grenet (dir.), 2015, 98 pages.

La Société de défiance. Comment le modèle social français s'autodétruit, par Yann Algan et Pierre Cahuc, 2016, 2^e édition, 110 pages.

Ce livre a été édité par François Lapeyronie.

Mise en pages
TyPAO sarl
75011 Paris

Imprimerie Maury
N° d'impression : *****
Dépôt légal : mars 2016