

Document

Le Japon entre la stagnation et une dette colossale

(<http://www.cadtm.org>)

27 juin 2011

« Jetons un regard en arrière du côté des origines et de la déflation de la bulle du point de vue du secteur financier. Dans un contexte caractérisé par un processus de libéralisation financière, le financement des entreprises a été rapidement libéralisé comme le montre le passage d'un modèle de financement basé sur les banques à un modèle de financement basé sur les marchés financiers. Les banques se sont mises à prêter agressivement aux petites et moyennes entreprises en utilisant comme garanties tant des biens fonciers ou immobiliers que des prêts à faibles taux d'intérêt liés à ce type d'activité. Rétrospectivement, l'extension agressive de crédits à faibles taux d'intérêt semble avoir été mise en place par les institutions financières avec une prise de risque excessive au vu des bénéfices potentiels. Étant donné que les institutions financières n'ont pas reconnu les risques associés à la concentration et les interactions entre les crédits, elles ont eu tendance à concentrer leurs prêts dans des industries spécifiques comme le secteur de la construction, le secteur foncier et d'autres entités hors secteur bancaire [1] ».

Un scénario familial

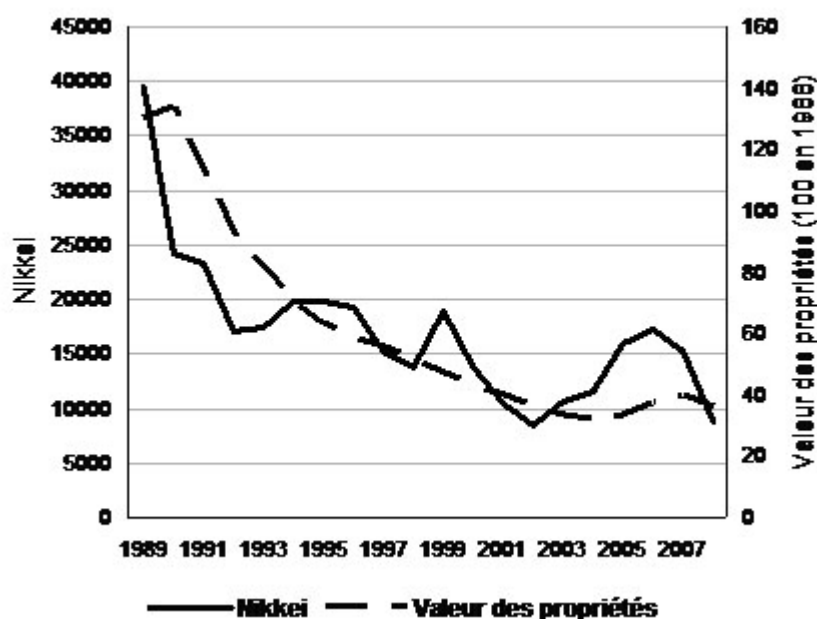
Dans le cas de l'actuelle crise financière mondiale, cette histoire semble familière. Dérégulation financière, faibles taux d'intérêt, bulles financières, augmentation et concentration du risque dans les portefeuilles de prêts des banques pour des activités liées à l'immobilier. Tous ces éléments sont au centre des explications de la crise financière qui a bouleversé le monde depuis 2007. Néanmoins, le paragraphe précédent ne correspond pas à une description des origines de cette crise, mais à l'analyse de la crise financière du Japon au début des années 1990 faite par le directeur de l'Institut d'études monétaires et économiques de la Banque du Japon. Rien de moins !

L'étude de l'évolution de la dette publique du Japon dans le contexte actuel est importante non seulement en raison des parallèles entre le processus de développement et l'implosion de la bulle dans ce pays et aux États-Unis, mais également car ce qui s'est passé là peut donner des pistes sur l'évolution à venir de la dette publique dans d'autres économies développées.

Dans les grandes lignes, l'effondrement financier du Japon a suivi un modèle « minskien [2] ». Face à des changements dans le système de régulation qui se sont produits au début des années 1980, les banques ont commencé à faire des incursions dans de nouveaux secteurs de l'économie, principalement avec des crédits au secteur foncier. La hausse de la rentabilité de ces nouvelles lignes de crédit a provoqué une augmentation du volume des prêts qui, à son tour, a alimenté la spirale haussière des prix des propriétés qui ont atteint leur maximum en 1990. La solvabilité des crédits a progressivement commencé à dépendre d'augmentations ultérieures des prix des actifs utilisés comme garantie. Une fois que les prix ont atteint leur maximum, l'augmentation de la fragilité financière a mené à l'implosion de la bulle. Dans ce cas particulier, les détonateurs de la crise ont été la hausse des taux d'intérêt décidée par la Banque du Japon, de même que la position fiscale restrictive du gouvernement japonais au cours de la seconde moitié des années 1980 [3].

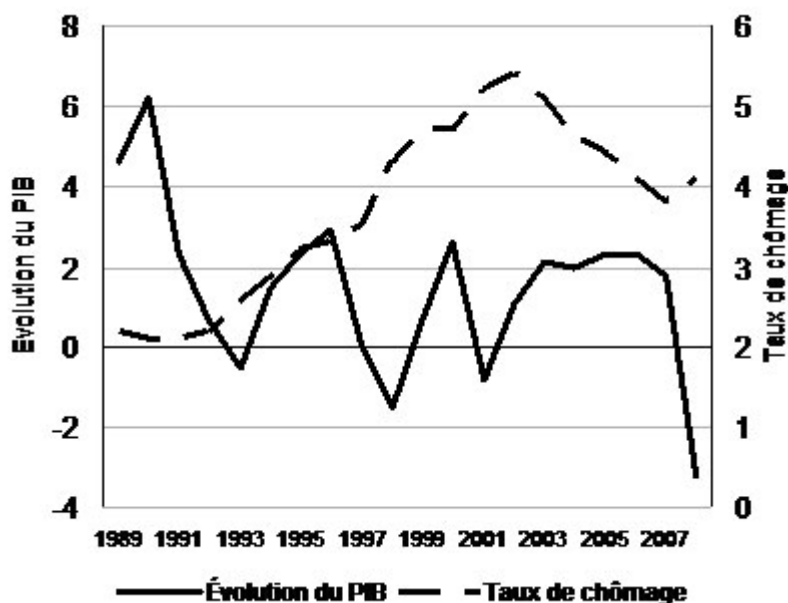
Le graphique 1 montre le processus déflationniste de la bulle financière au Japon tout au long des deux dernières décennies. On peut voir sur le graphique la chute significative tant de l'indicateur principal de la Bourse de Tokyo que celle de la valeur des propriétés au Japon qui représente aujourd'hui seulement le quart de la valeur atteinte lorsque l'indice du marché se trouvait au plus haut. La chute massive des prix des actifs a eu un effet dévastateur sur les comptes de bilan du secteur privé. D'une part, les banques ont vu durant toute la décennie augmenter les prêts insolubles dans leurs portefeuilles de prêts jusqu'à atteindre une valeur équivalente à 12 % du PIB japonais [4]. Ce phénomène a, à son tour, empêché les banques de réactiver le crédit ce qui a accéléré la chute des prix. D'autre part, la richesse financière totale des ménages japonais a connu une forte baisse, avec une chute d'environ 50 % entre le début de la crise et aujourd'hui [5].

Graphique 1 Évolution de l'indice Nikkei 225 et des prix des biens fonciers au Japon (1989-2008 [6])



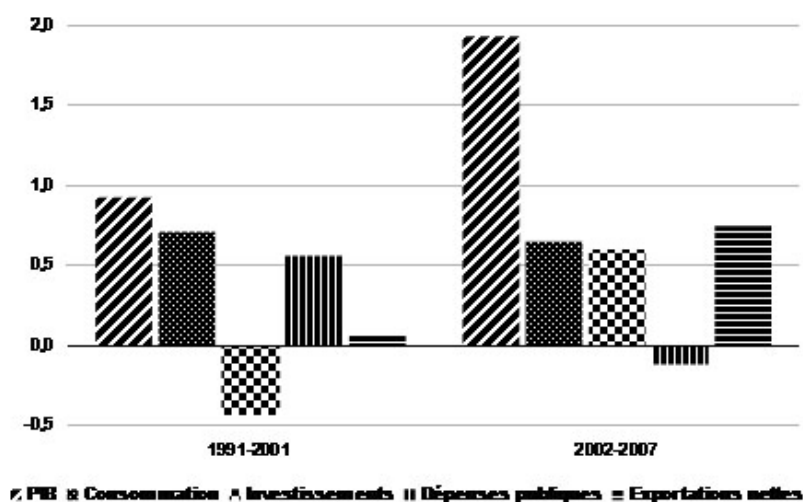
Les effets de ce processus de dévalorisation des actifs ont eu de fortes répercussions sur l'économie réelle. Le graphique 2 montre l'évolution du PIB et du taux de chômage pendant les deux dernières décennies, qui peuvent être analysées en deux étapes différentes. La première est la période postérieure à l'implosion de la bulle financière, période comprise entre 1990 et 2001. Pendant cette décennie noire, le Japon s'est enfoncé dans une stagnation chronique associée à un taux de chômage à la hausse. La seconde étape est une période de récupération économique entre 2002 et 2007. Lors de cette période, le pays a enregistré un taux de croissance positif de l'ordre de 2 % du PIB en même temps qu'il parvenait à une réduction importante du taux de chômage.

Graphique 2 Évolution du PIB et du chômage japonais (1989-2008 [7])



Les facteurs déterminants de ce modèle de croissance économique sont analysés séparément dans le graphique 3. Au cours de la période 1991-2001, le premier facteur qui ressort est l'effondrement de l'investissement privé dans le contexte de la crise financière, effondrement qui s'est prolongé tout au long de la décennie. Le second facteur est le caractère contracyclique de la politique budgétaire japonaise. Lors des trois épisodes de chute significative du produit intérieur brut au cours de la décennie, le gouvernement a mené une politique de relance par la dépense pour soutenir la demande dans les différents secteurs et éviter la conversion de la récession en une dépression généralisée. Il faut souligner qu'en dépit du maintien d'une politique de stimulants fiscaux, le chômage a continué d'augmenter pendant toute la décennie. Même si pour les normes des économies occidentales, le taux de chômage maximal atteint au Japon de l'ordre de 5,5 % est relativement faible, dans le cas d'un pays au marché du travail rigide et caractérisé par des politiques d'emplois à vie, cela a impliqué un choc social fort.

Graphique 3 Contribution aux composants de la demande agrégée japonaise (1991-2007 [8])

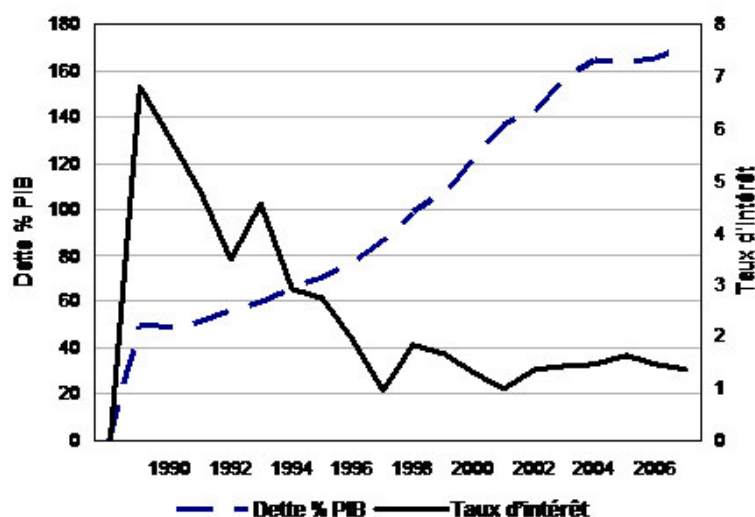


La période de récupération de l'économie entre 2002 et 2007 se caractérise par une dynamique radicalement différente. Alors que durant la décennie antérieure, la dépense publique était l'élément

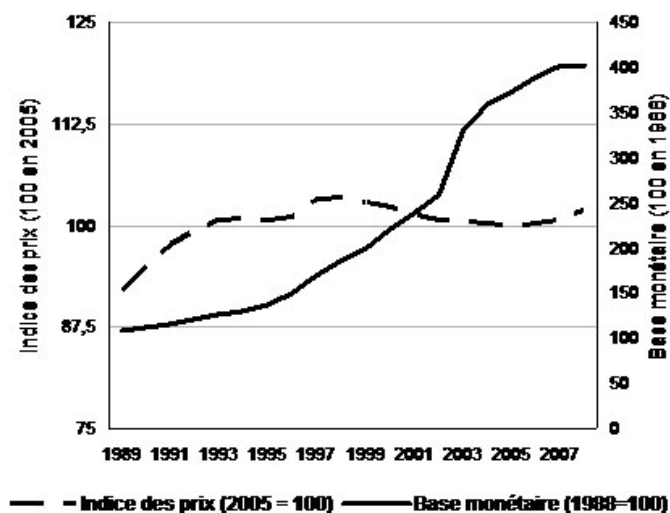
qui avait aidé au maintien de l'économie, lors de cette période ce sont les exportations nettes qui sont devenues le principal moteur de la croissance économique. Grâce au cycle économique international favorable, l'excédent de la balance commerciale japonaise a augmenté graduellement jusqu'à atteindre 4,8 % du PIB en 2007. À son tour, la demande croissante de produits japonais a favorisé la relance de l'investissement privé pour la production à destination des marchés internationaux en même temps qu'elle a permis de mettre fin aux incitants fiscaux mis en place au cours de la décennie antérieure.

Au fur et à mesure de la progression de la dynamique de l'économie japonaise, les politiques du gouvernement se sont également adaptées aux circonstances. Les graphiques 4 et 5 montrent l'évolution des réponses du gouvernement. Ainsi, alors que la première période entre 1991 et 2001 avait été marquée par un accent mis sur la politique budgétaire pour stimuler l'économie, dans la seconde période, entre 2002 et 2007, le gouvernement a eu recours à la politique monétaire.

Graphique 4 Évolution de la dette publique et des taux d'intérêt des titres de la dette (bons d'État) à 10 ans (1989-2008 [9](#))



Graphique 5 Base monétaire et inflation (1989-2008 [10](#))



Il est fondamental de comprendre le contexte macro-économique de l'économie japonaise pour pouvoir comprendre les particularités de l'évolution de la dette publique du pays. Dans le cas de la « décennie perdue » des années 1990, la relance par la dépense publique s'est traduite par une augmentation massive de l'endettement public. Comme on peut l'observer sur le graphique 4, la dette publique est passée de 48 % du PIB en 1990 au moment où a commencé la déflation de la bulle financière pour se stabiliser à 160 % du PIB pendant la période 2004-2007, pendant laquelle le gouvernement n'a plus eu recours au levier de la politique budgétaire.

Une dette publique colossale mais apparemment sous contrôle

En 2010, la dette publique du Japon, de l'ordre de 202 % du PIB, est la plus élevée en termes relatifs des pays de l'OCDE. Elle représente 10 900 milliards de dollars. La nature des créanciers constitue la différence majeure entre la dette publique du Japon et celle des autres pays développés. En effet, les créanciers nationaux y jouent un rôle central. Dans le cas du Japon, 93 % de la dette publique sont aux mains des créanciers nationaux. Il en découle que l'augmentation sans précédent de la dette publique a été financée principalement par de l'épargne nationale, ce qui diminue significativement la vulnérabilité du pays face à des attaques spéculatives internationales.

D'autre part, l'aspect le plus intéressant de cette situation est qu'en dépit de l'accroissement massif de l'endettement et contrairement à ce que postule la théorie économique néo-classique, les taux d'intérêt sur les titres de la dette (ou bons d'État) du gouvernement japonais n'ont pas augmenté, mais sont de fait tombés en-dessous des niveaux d'avant la crise.

Ce paradoxe apparent nous conduit à l'analyse de la politique monétaire. Comme on peut l'observer sur le graphique 5, en même temps qu'a eu lieu l'explosion de la dette publique, la base monétaire a également augmenté significativement. Cette augmentation s'est accélérée à partir de 2002, au moment où face au manque de succès des mesures prises pour réactiver le crédit, la Banque du Japon a lancé son programme de *Quantitative Easing*. Via celui-ci, la Banque centrale a procédé à l'augmentation des réserves des banques dans ses propres comptes afin de favoriser de manière alternative le crédit, face à l'impossibilité technique de réduire les taux d'intérêt en-dessous de 0 %.

Cependant, de la même manière que l'augmentation massive de l'endettement public n'a eu aucun effet sur les taux d'intérêt, la croissance rapide de la base monétaire n'a eu aucun effet sur le taux d'inflation, comme le montre le graphique 5. De fait, comme on le sait, le Japon a lutté pour éviter de tomber dans une spirale déflationniste pour l'indice des prix à la consommation tout au long des dernières décennies.

Alors que la théorie néo-classique ne dispose pas d'une explication cohérente pour cette série de contradictions apparentes, le recours à un cadre théorique alternatif permet de comprendre les dynamiques sous-jacentes à l'évolution de l'économie japonaise pendant les dernières décennies, ainsi que celle de la possible évolution de l'économie états-unienne à moyen terme. Ce cadre alternatif de référence est celui développé par le *Levy Institute of Economics* basé sur la tradition économique post-keynésienne et le travail d'Hyman Minsky [\[11\]](#).

La base du modèle économique alternatif se trouve dans l'analyse des comptes de bilan des différents secteurs de l'économie à travers l'étude des flux financiers. Ainsi, au niveau macroéconomique, « le flux de dépenses d'un secteur doit être équivalent à son flux de rentrées auquel il faut ajouter les changements dans son bilan financier. On comprend ainsi par exemple qu'un secteur puisse dépenser plus que ses recettes mais que cela impliquerait une réduction de ses actifs financiers. En même temps, la dépense déficitaire de ce secteur implique qu'un autre secteur

de l'économie dépense moins que ses recettes, en accumulant de cette manière des actifs financiers [|12|](#) ».

Cette identité implique à son tour un processus causal avec une dépense déficitaire d'un secteur qui crée du revenu et finalement de l'épargne dans un autre secteur. Comme la tradition keynésienne le signale, ce sont les dépenses qui génèrent les revenus et l'investissement qui engendre l'épargne. Dans un exemple concret, cette relation corrobore que, dans une économie fermée, ce sont les dépenses déficitaires du gouvernement qui génèrent les excédents d'où découle l'épargne du secteur privé de l'économie [|13|](#).

En appliquant l'analyse à l'économie japonaise, nous aurions un cadre qui, face à la réduction de la dépense privée (graphique 3) associée à la perte de valeur des actifs dans son portefeuille (graphique 1), d'un côté réduit la demande de crédit en vue de l'investissement et de l'autre oblige le gouvernement à entrer en déficit pour maintenir un niveau agrégé de dépense dans l'économie (graphiques 3 et 4). Pour le secteur privé, le déficit du gouvernement implique alors une accumulation nette d'actifs financiers. Encore plus important, le déficit fiscal génère non seulement les revenus du secteur privé mais aussi des actifs sous forme de titres de la dette qui représentent un débouché pour l'épargne du secteur privé.

La preuve de ce type de modèle d'ajustement se trouve dans les comptes de bilan des différents secteurs. La dette totale du Japon s'est ainsi maintenue à environ 300 % du PIB de manière constante entre 1990 et 2007. Ce qui a changé a été la structure interne de cet endettement. Alors qu'en 1990, la dette privée représentait 240 % du PIB et la dette publique 50 % du PIB, le processus de dévalorisation forcée des actifs du secteur privé a réduit progressivement la dette de ce secteur jusqu'à descendre à 160 % du PIB en 2007.

Face au manque de confiance tant des ménages pour consommer que des entreprises pour investir, les titres de la dette du gouvernement japonais ont représenté un débouché croissant pour cette épargne. L'augmentation graduelle des titres de la dette dans les bilans des banques et autres institutions financières en témoigne. Dans le cas des banques, alors que le crédit a enregistré une diminution de 1 % entre 1990 et 2008, les titres de la dette émis par le gouvernement ont été multipliés par 3, jusqu'à représenter 8 % du portefeuille des banques [|14|](#).

C'est ce fait qui permet d'expliquer tant le risque permanent de déflation face à l'incapacité de transformer les réserves bancaires en demande effective en raison de la faible demande de crédit que le faible rendement des titres de la dette du Japon dans la mesure où la recomposition des bilans du secteur privé s'est basée sur l'acquisition massive d'actifs offrant une sécurité maximale.

On peut analyser cette situation de deux manières. D'un côté, on a un schéma qui représente un système de transfert des excédents du secteur public vers le secteur privé, c'est-à-dire fondamentalement un remplacement de la dette privée par de la dette publique. Dans la mesure où ce transfert sert à favoriser les capitalistes responsables des excès qui ont conduit à la crise, cette politique du gouvernement japonais, basée sur l'endettement massif du secteur public, est inacceptable. D'autre part, dans la logique et la rationalité d'une économie capitaliste moderne, le seul scénario alternatif disponible face à l'absence d'intervention étatique sous forme de dépenses déficitaires et donc de transfert d'excédents aurait été une chute de la demande totale et du revenu avec des répercussions en termes d'emploi et de bien-être social.

L'expérience de la dette publique au Japon peut être analysée comme une histoire de l'utilisation du principe de précaution nous permettant de comprendre l'évolution de la dette publique dans d'autres

pays développés. L'effondrement de la bulle des subprime aux États-Unis ou du crédit privé dans la périphérie européenne a placé ce groupe de pays dans une situation similaire à celle du Japon au cours des deux dernières décennies. Il ne serait donc pas surprenant d'y observer une croissance de la dette publique dans des dimensions proportionnelles à celles existant actuellement au Japon. La question est alors de savoir si cette croissance de la dette publique servira à appuyer un système économique qui bénéficie à une petite minorité ou si elle pourrait être remise en cause pour jeter les bases d'une nouvelle économie. La réponse dépend de la capacité des peuples à s'organiser et à exiger un contrôle démocratique et transparent des ressources publiques.

Notes

[1] Kunio Okina et Shigenori Shiratsuka, "Asset Price Bubbles, Price Stability and Monetary Policy : Japan's Experience", *Monetary and Economic Studies*, octobre 2002, Banque du Japon, p. 55.

[2] Hyman Minsky (1919-1996) est un économiste né à Chicago, s'inscrivant dans le courant de pensée post-keynésien. Il est connu pour ses études portant sur les crises financières et leur lien avec le cycle économique.

[3] Marc-André Pigeon, "'It' Happened, but not Again : A minskian analysis of Japan's Lost Decade", The Levy Economics Institute, Working Paper n° 303.

[4] Kunio Okina et Shigenori Shiratsuka, *op. cit.*

[5] Patrick Artus, "What happens when public debt replaces private sector debt and assests in portafolios ?", *Natixis Economic Research*, Septembre 2009, n° 385.

[6] Source : Banque du Japon, *Financial and Economic Statistics Monthly*.

[7] Source : Banque du Japon, *Financial and Economic Statistics Monthly*.

[8] Source : Banque du Japon, *Financial and Economic Statistics Monthly*.

[9] Source : Banque du Japon, *Financial and Economic Statistics Monthly*.

[10] Source : Banque du Japon, *Financial and Economic Statistics Monthly*.

[11] Pour une présentation générale du modèle, voir notamment Dimitri Papadimitrou et Randall Wray, "Minsky's Analysis of Financial Capitalism", The Levy Economics Institute, Working Paper n°275 ; Gennaro Zezza, "Fiscal Policy and the Economics of Financial Balances", The Levy Economics Institute, Working Paper n°580, 2009 ; Randall Wray, "An Alternative View of Finance, Saving, Deficits and Liquidity", The Levy Economics Institute, Working Paper n°569, 2009.

[12] Randall Wray, *op. cit.*

[13] Dimitri Papadimitrou et Randall Wray, *op. cit.*

[14] Banque du Japon, *Financial and Economic Statistics Monthly*, octobre 2009, disponible sur <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/sk/ske.htm>.