



II / États-Unis, Europe, Japon

*Stéphane Capet, Cyrille Lacu, Florence Pisani**

Après une brillante année 2000, le ralentissement est brutal en 2001 dans les trois zones développées. La baisse des profits et des cours des actions conduit à résorber les stocks et à réduire l'investissement. Fin 2001, la réaction très forte des autorités américaines au choc produit par les attentats du 11 septembre apporte un soutien décisif à la demande. L'économie américaine se stabilise mais la vigueur de la reprise en 2002 n'est pas assurée. Une reprise trop molle priverait la zone euro d'un ressort extérieur alors que la consommation des ménages reste peu dynamique. Au printemps 2002, l'économie japonaise semblait se redresser après une année de récession. Mais l'instabilité bancaire hypothèque toute reprise durable.

États-Unis : chocs amortis, reprise fragile

Engagé à la fin de l'année 2000, le ralentissement économique s'est intensifié début 2001. Selon le National Bureau of Economic Research (NBER), les États-Unis sont entrés en récession au mois de mars 2001, mettant ainsi un terme à la plus longue période d'expansion (dix ans exactement) depuis... 1854 !

* Stéphane Capet (Europe) est économiste au CEPII ; Cyrille Lacu (Japon) est docteur à l'université Paris-X et collaborateur extérieur au CEPII ; Florence Pisani (États-Unis) est économiste à CPR-Asset Management.

TABLEAU I – PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES DES PAYS AVANCÉS

	2000	2001	2002	2003
<i>Croissance du PIB</i>				
États-Unis	4,1	1,2	2,3	3,4
Union européenne	3,4	1,7	1,5	2,9
Japon	2,2	-0,4	-1,0	0,8
<i>Inflation (prix à la consommation)</i>				
États-Unis	3,4	2,8	1,4	2,4
Union européenne	2,3	2,6	2,0	1,8
Japon	-0,8	-0,7	-1,1	-0,5
<i>Balance courante (en % du PIB)</i>				
États-Unis	-4,5	-4,1	-4,1	-4,0
Union européenne	-0,4	0,4	0,4	0,4
Japon	2,5	2,1	2,9	3,4
<i>Chômage (en % de la population active)</i>				
États-Unis	4,0	4,8	5,5	5,3
Union européenne	8,2	7,7	7,9	7,7
Japon	4,7	5,0	5,8	5,7

Source : FMI (2002), *World Economic Outlook*, avril.

La première secousse, qui a affecté aussi bien l'économie réelle que financière, a eu lieu à l'automne 2000 : les agents ont soudain réévalué la profitabilité des secteurs producteurs et utilisateurs de matériel de haute technologie. Dès le quatrième trimestre 2000, l'investissement a marqué le pas, puis s'est contracté, tandis que le dégonflement de la bulle boursière, amorcé en mars 2000, s'accélérait. Une première vague de stimulations fiscales et monétaires a permis d'amortir le choc. Des allègements d'impôts de 35 milliards de dollars sont effectifs dès le mois de juillet. Surtout, tirant notamment les leçons de l'expérience japonaise du début des années quatre-vingt-dix, la Banque centrale agit rapidement : elle sait que, si elle ne soutient pas au plus vite la demande, le surinvestissement risque d'être, demain, beaucoup plus difficile à résorber. Le taux des fonds fédéraux est abaissé de 6,5 % en décembre 2000 à 3,5 % à la fin de l'été 2001 (au début de la dernière décennie il aura fallu deux ans pour que les taux courts de la Banque du Japon fassent le même chemin). Les taux d'intérêt à long terme se détendent également, anticipant même légèrement sur le mouvement des taux directeurs : entre juillet 2000 et 2001, ils baissent de près de 100 points de base. Ce « réflexe » des marchés, induit en partie par l'évolution du mode de conduite de la politique monétaire vers une transparence accrue, permet à l'économie d'absorber le choc. À la fin du mois d'août 2001, des signes de stabilisation de l'économie apparaissent, mais la reprise

est encore incertaine : le taux d'utilisation des capacités est plus bas qu'au creux de la récession de 1991 ; celui du secteur producteur de matériel de télécommunication a chuté plus profondément encore. De plus, les profits des sociétés se sont rapidement contractés sur le premier semestre et l'accès au crédit bancaire reste difficile. Le risque de voir les entreprises continuer à réduire leurs investissements, mais également à ajuster l'emploi, est donc loin d'être écarté. D'ailleurs, depuis le début de l'été, le secteur privé détruit environ 120 000 emplois par mois, alors que, au cours des cinq années précédentes, il en créait 240 000 tous les mois.

C'est dans ce contexte que survient un second choc : les attentats du 11 septembre frappent brutalement une économie convalescente. L'indice de confiance des consommateurs baisse sensiblement et fait craindre une remontée rapide du taux d'épargne. Or les dépenses des ménages ont constitué jusqu'ici le seul élément de soutien de l'économie. Pour éviter un effondrement trop marqué et durable de la confiance, le gouvernement de M. Bush met en place des dépenses d'urgence d'un montant de 55 milliards de dollars. Mais les effets de ce plan ne peuvent être immédiats. L'intervention des autorités monétaires n'en est que plus importante. L'incertitude a en effet conduit les investisseurs à exiger des primes de risque plus élevées sur les marchés d'actions ; d'où, dans un premier temps au moins, une nouvelle baisse des Bourses mondiales. De plus, avec le ralentissement de l'activité, la révision de prévisions de profits déjà trop optimistes peut être brutale. La Réserve fédérale n'hésite pas : alors qu'elle avait déjà nettement abaissé le niveau de son taux directeur, elle le réduit à nouveau (2,5 % début octobre). Le mouvement rassure les marchés financiers : mi-octobre, l'indice SP500 retrouve son niveau d'avant les attentats. Mais ce desserrement des conditions monétaires permet aussi au canal des taux d'intérêt de jouer pleinement. Les taux hypothécaires réagissent en effet presque instantanément à la détente monétaire. Les ménages qui avaient emprunté à taux variable voient alors leurs charges mensuelles de remboursement diminuer. Ceux qui avaient emprunté à taux fixe ont la possibilité de refinancer leurs crédits. On assiste très vite à une véritable explosion des refinancements hypothécaires : en quelques semaines, le nombre de prêts refinancés fait plus que doubler. La valeur des logements ayant nettement monté au cours des dernières années,

certain en profitent pour emprunter plus (mécanisme connu sous le nom de *cash out refinancing*) : par ce biais, les ménages vont recevoir près de 70 milliards de dollars, environ deux fois le montant des allègements fiscaux de 2001 ! La stimulation est certes temporaire, mais elle joue au moment précis où l'économie en a le plus besoin.

Au-delà de la réaction très prompte des autorités, ce sont, plus fondamentalement, les changements profonds du système financier au cours des dernières décennies et la compréhension par les autorités de leur importance qui expliquent la résistance étonnante de l'économie américaine. D'abord, les transformations continues du marché hypothécaire (déréglementation, titrisation...) ont rendu le canal des taux d'intérêt plus efficace. Au-delà de l'effet classique, mais retardé, de stimulation de l'investissement résidentiel et de la consommation de biens durables, une baisse marquée des taux fournit désormais aussi des liquidités aux ménages. Le levier est d'autant plus puissant qu'il joue presque instantanément. Ensuite, le développement des marchés obligataires a permis aux entreprises de tempérer les effets d'un crédit bancaire plus restrictif. Les entreprises non financières ont pu trouver, sur ces marchés, les fonds que les banques leur refusaient : alors que leurs emprunts bancaires se sont contractés de 60 milliards de dollars (contre une hausse de 70 milliards en moyenne depuis 1997), leurs émissions obligataires nettes ont atteint un niveau record de 320 milliards de dollars, près du double de l'année précédente. Si les taux d'intérêt sont restés pénalisants pour les émetteurs plus risqués (dépassant 25 % pendant toute l'année), les émissions obligataires n'en ont pas moins clairement pris le relais du crédit bancaire. Enfin, le développement des nouveaux produits dérivés (les dérivés de crédits et, en particulier, les *credit default swaps*) a joué un rôle important, en permettant de redistribuer les risques. Grâce à ces nouveaux instruments, les banques ont couvert à la fin des années quatre-vingt-dix une large part de leur exposition sur la dette des entreprises du secteur des télécommunications et ont ainsi à peine été affectées par la multiplication des faillites début 2001. Mais, si les banques se sont déchargées des risques, ceux-ci n'ont pas disparu pour autant : d'autres ont accepté de les prendre. Rien ne garantissait bien sûr, *a priori*, que ces risques soient disséminés sur un grand nombre d'agents ou concentrés sur ceux qui étaient en état de les porter.

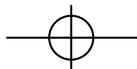


Force est de constater, *a posteriori*, que les risques ont été correctement répartis. C'est cette même dispersion des risques qui permettra au secteur financier de supporter, un an plus tard, les pertes liées aux faillites d'Enron ou de Global Crossing mais également au défaut de l'Argentine.

Grâce au jeu conjoint de tous ces ressorts, l'économie a pu se stabiliser dès la fin de l'année 2001 et semble renouer avec des rythmes de croissance soutenus au début de l'année 2002 : au premier trimestre, le PIB a progressé de 5,8 % en rythme annuel. La réalité de la reprise américaine est pourtant encore loin d'être établie. L'accélération observée tient en effet principalement à un arrêt du déstockage et à la mise en œuvre du nouveau plan de stimulation fiscale décidé par le gouvernement Bush (près de 200 milliards de dollars). Ces facteurs ne peuvent bien sûr jouer qu'un rôle d'amorçage : en l'absence d'une reprise de la demande privée, l'activité risque de s'essouffler. Certes, les dépenses des ménages, soutenues par la baisse des impôts, restent dynamiques. Elles ne pourront toutefois continuer longtemps d'être l'unique moteur de la croissance, d'autant que la situation financière des ménages apparaît de plus en plus fragile : si le service de leur dette n'a pas connu de dérive similaire à celle de leur endettement, il n'en était pas moins revenu, début 2002, à son sommet de 1986. Or, du côté des entreprises, l'investissement est tout juste stabilisé et ne redémarrera sans doute pas avant la fin de l'année, au plus tôt, compte tenu de la suraccumulation du capital. Enfin les doutes jetés sur la « comptabilité créative » des entreprises américaines fragilisent la Bourse et, partant, l'économie. La récession de 2001 a certainement été la plus brève et la moins profonde de l'après-guerre. Mais, *a contrario*, la reprise sera vraisemblablement moins vigoureuse que dans les cycles précédents. Le jeu précoce des amortisseurs a peut-être modifié le profil des cycles économiques. L'avenir le dira...

Europe : gestion conjoncturelle sous contrainte

Après un bon premier trimestre, l'activité dans la zone euro a sensiblement ralenti au cours de l'année 2001. La croissance sur l'ensemble de l'année (1,6 %) s'inscrit ainsi en fort retrait par rapport à



l'année précédente (3,5 %) et la croissance attendue pour 2002 (1,3 %) marquerait encore un ralentissement.

Le retournement conjoncturel américain n'a pas épargné les économies européennes. Les exportations de la zone ont fortement ralenti au premier trimestre 2001, beaucoup de ses partenaires étant affectés par le repli américain. Le dégonflement de la bulle technologique aux États-Unis s'est propagé aux Bourses européennes (baisse de 60 % des valeurs technologiques entre le premier semestre 2000 et août 2001). Les investissements dans ce secteur, puis dans le reste de l'économie, se sont repliés. La perte de confiance des ménages et les hausses de prix du début de l'année 2001 ont pesé sur la consommation.

La croissance en 2001 a été particulièrement faible en *Allemagne* (0,7 %). Le PIB a même baissé durant les deux derniers trimestres de l'année. La baisse de l'investissement a été sévère, particulièrement dans le secteur de la construction. La consommation des ménages a été affaiblie par l'accélération de l'inflation durant la première moitié de l'année puis par la montée du chômage. Les entreprises ont massivement puisé dans leurs stocks, réduisant de près d'un point la croissance sur l'année. Au-delà de ces facteurs conjoncturels, la faiblesse de la croissance allemande semble relever de facteurs plus structurels : coûts trop élevés, spécialisation industrielle dans des secteurs où la concurrence est forte et secteur des services trop peu développé pour amortir les pertes d'emplois industriels. En France et en Italie, la croissance, soutenue par la demande intérieure, est, sur l'année 2001, proche de 2 %. En *France*, le déstockage a amputé la croissance de 1 point. La consommation des ménages a sensiblement ralenti en cours d'année, suite à la dégradation du marché du travail et à l'épuisement des effets des baisses passées d'impôts. Au quatrième trimestre, les investissements privés ont reculé. En *Italie*, au contraire, la faiblesse de la consommation des ménages a été compensée par le dynamisme des investissements et un moindre déstockage.

La reprise de la croissance au premier semestre 2002 provient d'une part de l'amélioration de l'environnement extérieur, avec le redémarrage de l'économie américaine, d'autre part de l'arrêt du déstockage. La demande intérieure est affaiblie par la montée du chômage et par les tensions inflationnistes qui pèsent sur la confiance des ménages. La baisse des taux d'utilisation des capacités



en dessous de leur niveau de longue période suggère que l'investissement n'est pas reparti. La consommation devrait se raffermir durant la seconde moitié de l'année 2002 avec la décélération de l'inflation, favorisée par la remontée de l'euro, et la stabilisation du taux de chômage. Toutefois, la poursuite de la chute des Bourses introduit une incertitude sur les décisions des agents.

Face au ralentissement économique, la Banque centrale européenne (BCE) a réagi rapidement alors que les gouvernements de la zone euro ont, dans une large mesure, laissé jouer les stabilisateurs automatiques (les pertes de recettes fiscales liées au ralentissement économique ne sont pas compensées par des réductions de dépenses). Les règles budgétaires et monétaires n'ont pas été strictement respectées, ce qui témoigne d'un certain pragmatisme des autorités mais soulève aussi la question de la pertinence des objectifs poursuivis en matière d'inflation et de déficits publics.

Sur le plan monétaire, la BCE a baissé son taux directeur de 150 points de base en 2001, dont 100 points après les attentats du 11 septembre. L'accélération de l'inflation au début de l'année 2001 a rendu la BCE réticente à réduire fortement son taux d'intérêt. Au second semestre 2001, l'inflation s'est repliée avec la baisse des prix du pétrole, ce qui porte la hausse de l'indice des prix à la consommation harmonisé sur l'année 2001 à 2,5 %. Au premier trimestre 2002, la BCE a dû faire face à une inflation de 2,6 % (glissement annuel) nettement supérieure à son objectif de 2 %. Cette situation est en partie due à des facteurs exceptionnels (hausse des prix des produits alimentaires durant l'hiver, relèvement des impôts indirects dans certains pays), ainsi qu'à la hausse des prix des biens importés (montée du prix du pétrole et dépréciation de l'euro). Mais, l'inflation sous-jacente, mesurée en excluant les composantes les plus volatiles (pétrole, alimentation, tabac), s'est accrue de manière continue en raison de la hausse des prix dans les services.

Malgré ce rythme d'inflation et une évolution de la masse monétaire supérieure à 4,5 % (taux de croissance de M3 jugé compatible avec la stabilité des prix à moyen terme), la politique monétaire resterait inchangée jusqu'à ce que les incertitudes entourant la reprise se dissipent. La BCE semble accorder plus d'attention aux indicateurs avancés d'inflation tels que l'écart d'activité au potentiel de la zone euro, qu'à l'inflation courante, ce qui témoigne d'un cer-

tain pragmatisme. Toutefois, même si l'appréciation récente de l'euro favorise le ralentissement de l'inflation, les signes de reprise de l'activité ainsi que l'ouverture de négociations salariales (en particulier en Allemagne) devraient influencer la politique monétaire des prochains mois.

Les marges de manœuvre des politiques budgétaires sont limitées par les objectifs du pacte de stabilité et de croissance. Le besoin de financement des administrations ne doit pas dépasser 3 % du PIB et la situation budgétaire doit être, sur le cycle (sauf en cas de récession grave), proche de l'équilibre ou excédentaire. Ces critères, introduits afin d'éviter le développement d'anticipations défavorables quant à l'orientation future de la politique monétaire posent problème.

En 2001, les soldes budgétaires de tous les pays de la zone euro se sont sensiblement écartés des objectifs fixés dans les programmes de stabilité à moyen terme soumis à la Commission européenne. Certains pays n'avaient pas suffisamment progressé vers l'équilibre ou l'excédent pour permettre aux stabilisateurs de jouer librement sans que la limite des 3 % autorisée par le pacte de stabilité soit franchie. En Allemagne et au Portugal, les déficits publics se sont rapprochés de cette limite (respectivement 2,7 % et 2,5 % du PIB).

En *Allemagne*, des coupes dans certaines dépenses mais aussi un relèvement des cotisations sociales et un élargissement de l'assiette d'imposition sur les entreprises devraient intervenir en 2002. Toutefois, la faible croissance prévue pour l'année ainsi qu'un taux de chômage élevé devraient augmenter légèrement le déficit public à 2,8 %. En *France*, le budget 2002 ne prévoit pas la poursuite de l'assainissement des finances publiques ce qui nécessitera d'importantes corrections les années suivantes afin de faire face aux engagements en matière de financement des retraites. Le déficit pour 2002 pourrait se rapprocher du déficit allemand en s'établissant à 2,6 %. En *Italie*, le déficit public pour l'année 2001 a été révisé à la hausse (2,2 % du PIB au lieu de 1,6 %) suite à la correction des pratiques comptables utilisées par le Trésor italien.

L'importance des déficits publics pour les trois plus grands pays de la zone euro leur imposera de mener des politiques restrictives afin de respecter l'objectif d'équilibre fixé pour 2004. Le soutien de la reprise réclamerait pourtant des mesures fiscales destinées à soutenir la demande.

Le *Royaume-Uni* n'est pas encore contraint par le respect des critères de Maastricht. L'orientation favorable de la politique budgétaire en 2001 a contribué à soutenir la croissance (2,2 %). L'activité britannique a aussi fortement bénéficié du dynamisme de la consommation privée portée par la forte hausse des rémunérations, le faible taux de chômage et la baisse des taux d'intérêt. Elle a cependant été pénalisée par le ralentissement mondial et par celui de l'investissement.

Japon : pas de reprise en perspective

Après le ralentissement amorcé au cours du second semestre 2000, l'économie japonaise a de nouveau connu en 2001 une dépression, avec une contraction du PIB de 0,4 % et une baisse des prix de 0,7 %. Cette crise illustre la faiblesse chronique de la demande au Japon, caractéristique d'une économie dominée par les tensions déflationnistes.

L'investissement productif ne peut croître durablement. Après un fort rebond en 2000 (+ 10,4 %), il a quasiment stagné en 2001 (+ 0,5 %) avec le tassement des seuls soutiens à la croissance : la dépense publique et la demande extérieure. L'optimisme excessif provoqué par la reprise artificielle du premier semestre 2000 avait conduit à remettre en question les dépenses d'infrastructures ; le gouvernement estimait ces dépenses moins susceptibles de conforter la relance que de permettre, encore une fois, au secteur de la construction d'échapper à sa nécessaire restructuration. L'investissement public s'est ainsi contracté sur l'année 2001 et devrait continuer de baisser à l'avenir, sans réduction parallèle de la pression fiscale. Quant à la demande extérieure, elle a subi le contrecoup de la récession américaine, les exportations ont baissé de 6,6 % en 2001. En revanche, les importations n'ont enregistré qu'un faible recul (-0,5 %), la pénétration des produits étrangers sur le marché japonais facilitée depuis la déréglementation du commerce (1997-1998) se traduisant par une tendance à la hausse des importations.

Enfin, la composante la plus importante de la demande intérieure, la dépense des ménages, est structurellement atone. La remise en question du modèle salarial japonais, profonde depuis 1997, provoque une crise sociale qui se révèle moins par la montée du taux de chô-

mage, contenu actuellement à un peu plus de 5 %, que par le développement du travail temporaire, du temps partiel, et par le blocage des salaires. Ainsi, la dégradation des conditions d'emploi s'est traduite par une contraction du revenu disponible des ménages de 0,9 % en 2001. Dans ce climat d'incertitude croissante, les achats de biens durables et l'investissement résidentiel ont accusé une baisse sensible.

Mais, depuis le premier trimestre de l'année budgétaire 2002, l'économie japonaise semble se redresser, en grande partie sous l'impulsion d'une nette reprise de la demande extérieure. La dépense des ménages se relève aussi, principalement l'acquisition de logements. Le scénario privilégié par le gouvernement est celui d'une consolidation de la reprise à venir grâce au redémarrage d'un cycle d'investissement productif, les stocks étant au plus bas à la fin du printemps. Sur l'ensemble de l'année 2002, la croissance pourrait alors s'établir autour de 0 %. L'OCDE retient quant à elle un chiffre de - 0,7 % tandis que le plancher des prévisions s'établit à - 1 %. À mi-année, il nous semble fort probable que la contraction du PIB de 2002 soit proche de ce plancher, voire même encore plus forte, et que la croissance reste négative en 2003. La perspective, avancée par les institutions internationales, d'une reprise autour de 0,3 %-0,8 % à cet horizon nous paraît empreinte d'un optimisme excessif pour plusieurs raisons.

La première raison est liée à la demande extérieure. Une reprise trop molle aux États-Unis et la baisse du dollar risquent de freiner les exportations japonaises.

Le second motif d'inquiétude est que le nouveau cycle court d'investissement, attendu par les autorités au vu du bas niveau des stocks, risque d'être très faible. D'une part, ces cycles courts sont essentiellement le fait des grandes entreprises manufacturières exportatrices qui vont être pénalisées par l'appréciation du yen. D'autre part, en déflation, l'effort de rationalisation mené simultanément par un grand nombre d'entreprises entraîne un ajustement de la demande privée plus important que la baisse des capacités. Quand les stocks s'épuisent, les nouvelles surcapacités empêchent la reprise de l'investissement.

Le troisième point préoccupant est la surévaluation de la consommation des ménages au premier trimestre 2002. La correction statistique, que les autorités ont annoncée début juillet 2002, risque de se

doubler d'une déprime réelle de la consommation sur le reste de l'année. Non seulement le taux de chômage semble repartir à la hausse, mais les négociations traditionnelles de printemps ont débouché sur un accord de quasi-gel des salaires et sur une forte réduction des primes.

Enfin, le blocage au Parlement du projet de réforme fiscale du Premier ministre Koizumi a suspendu les programmes susceptibles de soutenir l'activité économique, alors même que le gouvernement a confirmé la poursuite de la baisse régulière des dépenses d'infrastructures. Les responsables publics japonais sont de plus en plus obnubilés par le gonflement de la dette publique, laquelle atteint désormais 140 % du PIB. Ces crispations sont nourries par les dégradations successives de la note des obligations du gouvernement japonais sur les marchés. Le problème est que le déficit public nippon (- 8 % attendus sur 2002) est essentiellement conjoncturel, donc sans effet de relance, car résultant des moins-values fiscales produites par la récession. Une nouvelle contraction de la dépense publique risquerait de relancer de plus belle la spirale déflationniste.

La question de fond reste que les problèmes bancaires auxquels Koizumi devait s'atteler n'ont absolument pas été traités. Or l'instabilité bancaire hypothèque toute reprise durable (cf. chapitre VII). L'autorité de supervision du système financier, la FSA, a récemment effectué une inspection des plus gros crédits accordés par les grandes banques et forcé celles-ci à déclasser une partie d'entre eux, donc à reconnaître des pertes. Mais cette inspection fut décevante à deux titres. D'abord la FSA semble avoir fait preuve de beaucoup de « compréhension » dans ses contrôles : les crédits inspectés ne sont qu'un petit échantillon des portefeuilles et, sur cet échantillon, les créances douteuses dénoncées sont sans doute inférieures à la réalité. Ensuite, la FSA a refusé de publier les résultats par banque de ses contrôles, ne divulguant que les chiffres agrégés.

Ce comportement, étrange pour un organisme de supervision, correspond bien à sa ligne politique qui consiste à minimiser les problèmes et, en particulier, à ne pas reconnaître l'état d'insolvabilité générale du système bancaire. Cette attitude entretient un aléa moral sur les comportements bancaires en matière de crédit. Les banques protégées par la FSA ne sont pas encouragées à nettoyer leurs bilans et, ce faisant, à laisser tomber en faillite les emprun-

teurs insolvables. Ce déni de crise est allé, en avril 2003, jusqu'à la levée de la garantie totale sur les dépôts bancaires instaurée en 1997, donc à la mise en danger, au sein du système bancaire, des établissements régionaux, du secteur mutualiste et de tous ceux qui ont tenté de progresser sur la voie de l'assainissement en faisant apparaître plus de pertes. D'ores et déjà, des tensions sont apparues sur le marché interbancaire, auxquelles la Banque du Japon a répondu en assouplissant les conditions d'accès à son guichet. Le danger est que ces tensions se traduisent par une puissante contraction de l'offre de crédit de ces établissements et par une multiplication des mises en faillite. L'impact récessif va alors évidemment affecter aussi les grandes banques, accentuant encore la crise.

Les grosses faillites d'entreprises qui se succèdent depuis le second semestre 2001 révèlent les difficultés croissantes des banques à contenir les faillites. Depuis la reprise du premier trimestre 2002, il est question d'un nouveau programme d'injection de fonds publics dans le système bancaire. L'idée est maintenant acceptée par la majorité des responsables politiques, même si l'autorité de supervision, qui refuse d'admettre son échec, continue de s'y opposer. Le débat porte désormais sur la façon de faire. Si ces fonds sont directement injectés dans les banques, compte tenu de l'aléa moral créé par la supervision, les banques n'utiliseront pas ces apports de capitaux pour modifier leurs pratiques bancaires. Dans ces conditions, de nouvelles créances douteuses apparaîtront chaque année et l'on se retrouvera au point de départ, deux ans plus tard. L'autre solution est d'octroyer ces fonds à une structure de cantonnement (RCC) chargée de recevoir et de gérer les créances douteuses cédées par les banques. Dans ce cas, les banques ne bénéficieraient de fonds qu'au prorata des créances douteuses reconnues et cédées à la RCC. C'est une meilleure solution, mais elle implique que les autorités et les banques acceptent de ne plus soutenir les légions de mauvais emprunteurs, donc admettent des vagues de faillites et de restructurations d'entreprises et la montée du chômage qu'elles entraîneront.

Bibliographie

BRI, (2002) 72^e rapport annuel, juillet, (www.bri.org).
OCDE, (1990 à 2001) « Japon », *Études économiques*.