



II – Etats-Unis, Europe, Japon

*Stéphane Capet, Cyrille Lacu, Florence Pisani^{*1}*

L'économie américaine bénéficie encore du dynamisme de la consommation privée, soutenu par l'explosion des refinancements sur le marché hypothécaire et par les baisses d'impôts. Mais, mi-2003 la reprise de l'investissement se fait attendre, la croissance est faible et les risques liés à la forte progression de l'endettement sont particulièrement élevés. Dans la zone euro, l'affaiblissement de la croissance illustre à nouveau les contraintes que le Pacte de stabilité exerce sur les économies pour lesquelles la politique monétaire commune est très restrictive. Au Japon, les pressions déflationnistes se sont intensifiées en 2002. Les progrès substantiels effectués dans la résolution de la crise bancaire rendent encore plus indispensables des politiques économiques de soutien à l'activité.

Etats-Unis : croissance préservée, vulnérabilité accrue

A la fin du printemps 2002, les conditions d'une reprise de l'activité paraissaient réunies. Soutenue par des baisses d'impôts, la consommation privée

¹ Stéphane Capet (Europe) est économiste au CEPII ; Cyrille Lacu (Japon) est doctorant à l'Université Paris-X et collaborateur extérieur au CEPII ; Florence Pisani (Etats-Unis) est économiste à Dexia-Asset Management.

était bien orientée et, après six trimestres consécutifs de contraction, l'investissement productif semblait près de redémarrer : sa baisse avait stoppé la progression du stock de capital. L'ajustement des bilans avait également été rapide : la réduction de l'investissement et la remontée des profits avaient permis une résorption du besoin de financement, la diminution des taux d'intérêt à long terme facilitant une restructuration des dettes. Des perspectives de demande suffisantes devaient, dès lors, permettre à l'investissement de repartir.

Mais, au début de l'été 2002, de nouvelles affaires de fraudes comptables et l'annonce d'ouvertures d'enquêtes par la SEC, le gendarme de la Bourse américaine, allaient initier sur les marchés un profond mouvement de défiance. En quelques semaines, l'écart entre les taux des obligations privées et celui du gouvernement s'élargissait notablement et l'indice boursier SP500 reculait de plus de 20%. Cette nouvelle baisse de la Bourse faisait douter de la capacité des fonds de pension à prestations définies à faire face à leurs engagements. En l'absence d'une remontée rapide de la Bourse, les cotisations des entreprises devaient s'élever. Le prélèvement sur les profits risquait d'être substantiel : début septembre, la sous-capitalisation des fonds des sociétés du SP500 était estimée à... 250 milliard de dollars.

Tableau I – Principaux indicateurs économiques des pays avancés

	2001	2002	2003	2004
Croissance du PIB				
Etats-Unis	0.3	2.4	2.2	3.6
Union européenne	1.6	1.0	1.3	2.4
Japon	0.4	0.3	0.8	1.0
Inflation (prix à la consommation)				
Etats-Unis	2.8	1.6	2.3	2.3
Union européenne	2.5	2.3	2.2	1.8
Japon	-0.7	-0.9	-0.7	-0.6
Balance courante (en % du PIB)				
Etats-Unis	-3.9	-4.8	-5.3	-5.1
Union européenne	-0.2	0.3	0.4	0.3
Japon	2.1	2.8	2.7	3.0
Chômage (en % de la population active)				
Etats-Unis	4.8	5.8	6.2	5.9
Union européenne	7.4	7.7	8.0	8.0
Japon	5.0	5.4	5.5	5.4

Macroéconomiquement, le problème était moins grave qu'il n'y paraissait, les entreprises pouvant souvent étaler cette charge sur plusieurs années (jusqu'à trente ans). Microéconomiquement, la situation était plus inquiétante : mi-2002, la sous-capitalisation du fonds de retraite de General Motor dépassait la capitalisation

boursière de l'entreprise, pour Delta Airlines le rapport était même de trois pour un. Les marchés ont alors craint une rechute de l'activité : le spectre de la récession a été à nouveau brandi ; celui de la déflation a fait son apparition. La détérioration du climat des affaires risquait en effet de repousser la reprise de l'investissement et de l'emploi ; la consommation n'allait pas pouvoir résister longtemps.

Ces craintes vont se révéler infondées. Loin de se contracter, la consommation continue en effet de soutenir la croissance. Son dynamisme n'a rien de miraculeux. Grâce à des allègements d'impôts de près de 80 milliard de dollars, le revenu disponible des ménages a crû sur le premier semestre 2002 au rythme annuel de 9%, alors même que la masse salariale stagnait. En juillet, le renouvellement par les concessionnaires automobiles de l'opération exceptionnelle – rabais et prêts à taux zéro – mise en place en octobre 2001, déclenche une nouvelle vague d'achats de voitures. Au total, sur le troisième trimestre 2002, la consommation progresse de plus de 4% en rythme annuel. Mais ces mesures sont par nature temporaires. Les prix des constructeurs sont contraints par la dégradation de leurs marges et les baisses d'impôts ont été concentrées sur le début de l'année.

Un autre amortisseur va alors prendre le relais. Il avait déjà permis d'atténuer considérablement l'ampleur de la récession de 2001, il va maintenant permettre à l'économie américaine d'absorber deux chocs successifs : celui des scandales financiers d'abord, puis, quelques mois plus tard, celui lié à la perspective puis au déclenchement de la guerre en Irak. Le mécanisme est simple : avec la chute de la Bourse, puis celle de la confiance, les marchés vont, par deux fois, réviser en baisse leurs anticipations sur le niveau des taux directeurs de la Réserve fédérale : alors qu'ils attendaient, début 2002, des taux supérieurs à 3% pour fin 2002, ils anticipent, mi-septembre, leur maintien à 1.75%. Entre novembre 2002 et mai 2003, la révision des taux attendus pour fin 2003 sera d'une ampleur similaire. Ce réflexe des marchés induit une détente des taux obligataires de près de 200 points de base (voir encadré), qui, jointe à la hausse des prix de l'immobilier, entraîne une véritable explosion des refinancements hypothécaires : près de 10 million de prêts seront refinancés en 2002, la plupart au second semestre.

En décidant à cette occasion d'emprunter plus (cash out refinancing), les ménages ont disposé de 200 milliard de dollars de ressources supplémentaires. Mais les capitaux mobilisés via le marché hypothécaire ne se sont pas limités à ceux obtenus par refinancement. Certains ménages ont en effet contracté un deuxième emprunt hypothécaire : les home equity loans ont augmenté de 130 milliard de dollars sur l'année. Si l'on ajoute les nouveaux emprunts – nets des remboursements – liés aux transactions sur les logements anciens (350 milliard de dollars), les ménages ont

« extrait » en 2002 près de 700 milliard de dollars du marché hypothécaire, un montant équivalent à... 9% de leur revenu disponible. Ils n'ont bien sûr pas dépensé la totalité de cette somme : une part a été placée, une autre utilisée pour rembourser des crédits à taux plus élevés. Le levier n'en a pas moins été extrêmement puissant : malgré la baisse de la Bourse, la hausse du prélèvement pétrolier (entre janvier 2002 et janvier 2003, le prix du baril a presque doublé) et la chute brutale de leur confiance, les ménages ont continué d'accroître leurs dépenses au moment précis où l'incertitude géopolitique conduisait les entreprises à geler leurs projets d'investissement et à repousser les embauches. Au printemps 2003, la croissance est faible, mais la récession a été évitée. Avec la fin du conflit en Irak, la confiance des ménages s'est redressée, la Bourse est remontée et l'on assiste à une nouvelle vague de refinancement. Le nouveau plan de stimulation fiscale – celui-ci prévoit 50 milliard de dollars d'allègements fiscaux et d'aides aux Etats en 2003 et 150 en 2004 – doit s'accompagner d'une réaccélération de l'activité sur le second semestre et, partant, de l'investissement.

Mi-2003, toutefois, l'économie américaine est plus vulnérable : sa remarquable résistance à la série presque continue de chocs depuis 2000 a été obtenue au prix d'un endettement accru des ménages. Certes, leur situation financière est moins fragile qu'on ne l'affirme souvent. Rapportée au revenu disponible, la charge de leur dette est sur un plus haut historique, mais, si l'on tient compte du fait que les ménages devenus propriétaires n'ont plus à acquitter de loyer, cette charge est moins préoccupante. Si leurs revenus continuent de progresser, les ménages honoreront leurs engagements. Là réside précisément la première contrainte qui s'impose désormais aux autorités : dans une économie où les agents privés sont endettés, le PIB ne peut, longtemps, rester inférieur à son potentiel. La baisse des revenus, induite dans un premier temps par une remontée du chômage, risque en effet très vite d'alourdir considérablement le poids de la charge de la dette et d'entraîner l'économie dans la déflation. Soutenir l'économie est d'autant plus urgent qu'il faut agir avant que les agents se mettent à anticiper des baisses de prix qui les conduiraient à différer leurs achats. Les autorités américaines l'ont parfaitement compris : les politiques budgétaire et monétaire ont massivement stimulé l'activité. Entre 2000 et 2003, le solde public est passé d'un excédent de 1.5% à un déficit estimé à 4.5% et les taux directeurs ont été abaissés de 6.50% à 1.25%. Au sortir de son comité de politique monétaire du 6 mai 2003, la Réserve fédérale n'excluait d'ailleurs pas la possibilité d'un nouvel assouplissement, estimant que la déflation était plus à craindre que la surchauffe.

Là n'est toutefois pas la seule contrainte qui s'impose aux autorités : celles-ci doivent désormais aussi s'assurer que le système financier reste en état de porter les risques liés à la forte progression de l'endettement. La croissance a, sinon, toutes chances d'être durablement affectée. En sortant les risques des bilans bancaires, en les découpant en risques élémentaires, le développement d'un grand marché de titres représentatifs de créances hypothécaires (les mortgage backed securities ou MBS) a permis à une plus grande masse de risques d'être portée. Les organismes semi-publics de titrisation ont pris en charge le risque de crédit et cédé à d'autres celui de remboursement anticipé, le découpant, grâce aux produits dérivés, en tranches plus ou moins risquées afin de faciliter son absorption. Le mécanisme n'est pas sans danger. Lorsqu'en 1994 la Réserve fédérale a resserré sa politique monétaire, le jeu des couvertures de détenteurs de MBS a considérablement accéléré et renforcé le mouvement de hausse des taux longs : des intervenants ont fait faillite et la reprise a été freinée. Or la masse de risques accumulés aujourd'hui est sans commune mesure avec celle d'alors. Si une vigilance accrue s'impose, les Etats-Unis n'en sont pas pour autant à la veille d'une crise financière. Au cours des dernières années, les fonds spécialisés dans les MBS ont appris à mieux gérer leurs couvertures et leurs outils d'analyse se sont améliorés. Surtout, la politique monétaire a, dans le même temps, appris à prendre en compte les réactions des marchés et à mieux guider leurs anticipations. Tant qu'elle n'aura pas la certitude que l'économie a vraiment redémarré, la Réserve fédérale fera savoir au marché qu'elle maintiendra ses taux bas. Elle leur apportera ainsi la raison macroéconomique qui leur a fait défaut en 1994.

Europe : absence de marges de manœuvre

Après un rebond au début de l'année 2002, l'activité dans la zone euro s'est infléchie et n'a progressé que de 0.8% sur l'ensemble de l'année. Les pays de la zone n'ont pas profité pleinement de la reprise américaine amorcée début 2002 dans la mesure où les ajustements à la crise boursière se sont poursuivis dans le contexte d'un policy mix trop restrictif pour plusieurs pays. La restructuration des bilans des entreprises a pesé sur l'investissement. Le niveau élevé du chômage (8.2%) a ralenti les dépenses des ménages par un effet direct sur les revenus distribués mais aussi par un recul de la confiance.

L'inflation dans la zone euro a fléchi en 2002 en raison du creusement de l'écart d'activité (différence entre le PIB et son potentiel) ainsi que de l'appréciation de l'euro. Les nouvelles tensions sur le prix du pétrole en fin d'année n'ont eu qu'un faible impact sur la hausse des prix. Sur l'ensemble de l'année 2002, l'indice des prix à la consommation harmonisé s'est accru de 2.2%.

Au sein de la zone, les situations économiques sont hétérogènes. D'un côté, l'Allemagne enregistre en 2002, pour la deuxième année consécutive, le taux de croissance le plus faible de la zone (0.2%) ; le taux d'inflation s'inscrit lui aussi en net repli avec un rythme de 1.3%. A l'autre extrême, la croissance espagnole est la plus soutenue, avec 2% en 2002. La contrepartie est une inflation plus élevée dans ce pays, 3.6%.

La faiblesse de l'économie allemande alimente les craintes d'une déflation. Elle s'explique par la combinaison de plusieurs facteurs défavorables. Tout d'abord, l'industrie allemande fait face à un problème structurel de compétitivité qui oblige les entreprises fortement exposées à la concurrence internationale à ajuster leurs coûts. Cet ajustement est passé par une réduction importante de l'emploi qui s'est traduite, d'une part, par un ralentissement des prix industriels et, d'autre part, par un essoufflement de la demande intérieure. Ensuite, la fragilité du système bancaire allemand a amplifié le resserrement du crédit aux agents privés lié à l'affaiblissement de la demande. Enfin, la politique monétaire n'est pas adaptée à la seule situation économique allemande mais à l'ensemble de la zone. Par conséquent, les ingrédients sont réunis pour faire craindre une dynamique déflationniste : l'inertie des taux d'intérêt associée au recul de l'inflation s'est traduite par une remontée des taux d'intérêt réels et donc par un alourdissement des charges réelles d'intérêt supportées par les agents privés. Le risque est que la montée du chômage (7.8% en 2002, 8.3% en 2003 selon l'OCDE) affaiblisse davantage la demande, entraînant un nouveau recul de l'inflation. Ce risque est d'autant plus présent que la consommation des ménages allemands est affectée par les incertitudes pesant sur les retraites et par la diminution de la valeur des patrimoines ; en Allemagne, la chute des cours des actifs financiers n'a pas été compensée par une hausse du prix de l'immobilier comme elle l'a été ailleurs. Si la hausse des prix des services, qui constitue plus de 40% de l'indice des prix à la consommation, devait ralentir sous l'effet de la contraction de la demande, la menace déflationniste deviendrait sérieuse.

Avec un taux de croissance de 0.4% en 2002, l'Italie fait à peine mieux que l'Allemagne. Les créations d'emplois ont limité l'affaiblissement de la demande des ménages mais elles se sont traduites par une hausse sensible des coûts unitaires, répercutée sur les prix. Ceci a dégradé sensiblement la compétitivité sur les marchés étrangers. Comme ses partenaires européens, l'Espagne a enregistré un recul de sa croissance en 2002. La montée du chômage a affaibli la demande des ménages ce qui a ralenti l'investissement des entreprises. Ce ralentissement a été toutefois contenu par l'évolution très favorable des taux d'intérêt réels et du crédit. En

France, la situation est intermédiaire. La croissance en 2002 (1.2%) a bénéficié du dynamisme de la consommation publique et privée, grâce notamment aux baisses d'impôts et à la bonne tenue du marché du travail.

Au Royaume-Uni, la croissance s'est légèrement infléchie, à un rythme de 1.8% en 2002, en raison du repli de l'investissement et de la chute des exportations. L'activité est néanmoins restée plus soutenue que dans la zone euro grâce à un policy mix expansionniste. Le financement du logement, à taux variables indexés sur les taux monétaires, a fourni un canal de transmission puissant à la baisse des taux directeurs (voir chapitre V). La hausse particulièrement forte des prix de l'immobilier a dynamisé la consommation des ménages.

En 2003, la croissance de la zone euro devrait être à peine plus élevée qu'en 2002, soit 1% selon l'OCDE. La dégradation des marchés du travail et des perspectives d'emploi limiterait la consommation des ménages. De leur côté, les entreprises européennes ne seraient pas encore prêtes à investir dans la mesure où les taux d'utilisation sont bas et l'apurement des bilans incomplet. L'appréciation de l'euro constitue aussi un frein à la reprise. Le redémarrage des économies de la zone euro pourrait intervenir au cours de l'année 2004 et porterait la croissance à 2.4% (selon l'OCDE), rythme voisin du potentiel, estimé à 2.25%. Les dépenses des ménages devraient se raffermir avec la stabilisation du taux de chômage. La baisse des taux d'intérêt continuerait de soutenir la composante immobilière des dépenses.

Les incertitudes entourant la reprise économique ont conduit la BCE à réduire son taux d'intérêt de 50 points de base à la fin de l'année 2002 puis de nouveau en mars (-25 points) et en juin 2003 (-50 points), le ramenant à 2%. Cet assouplissement reste insuffisant pour les pays à croissance faible comme l'Allemagne, la France et l'Italie. De plus, l'efficacité de la politique monétaire est réduite par le fait que les canaux de transmission des taux d'intérêt ne sont pas les mêmes d'un pays à l'autre. D'un côté, l'Allemagne, où la croissance est la plus faible, profite peu des baisses de taux d'intérêt dans la mesure où les crédits sont réalisés essentiellement à taux fixes, à l'inverse de l'Espagne où le financement se fait à taux variables. Dans ce contexte de creusement des écarts entre pays, la politique monétaire répondrait mieux à la situation des pays à croissance faible si la BCE redéfinissait son objectif d'inflation. Rehausser la fourchette-objectif, actuellement située entre 0 et 2%, ou passer à un objectif d'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) permettrait d'éviter les risques d'affaiblissement de la demande ou de déflation.

Les finances publiques se sont considérablement détériorées en 2002 dans les principaux pays de la zone euro. La raison tient essentiellement au jeu des

stabilisateurs automatiques dans une conjoncture dégradée ; mais plusieurs pays, dont l'Allemagne et la France, sont allés au-delà de cette stabilisation automatique et ont soutenu leur activité par des politiques budgétaires expansives (augmentation des dépenses publiques, baisses d'impôts). Ces deux pays ont vu leurs déficits publics (respectivement 3.6% et 3.2% du PIB en 2002) dérapier au-delà de la limite des 3% fixée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) ; ceci a déclenché contre eux la procédure pour déficit excessif déjà utilisée en novembre 2002 à l'encontre du Portugal. Pour 2003, les orientations budgétaires sont nettement restrictives au Portugal et en Allemagne et, pour ce dernier pays, dangereusement procycliques.

Les règles du PSC fixées à Amsterdam en 1997 risquent ainsi d'étouffer les possibilités de reprise dans la principale économie de la zone euro. Le Conseil Ecofin de mars 2003 a amendé ces règles en adoptant une norme budgétaire débarrassée des effets de la conjoncture : l'objectif d'un solde budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent » doit désormais s'apprécier sur l'ensemble du cycle d'activité, et le rythme d'assainissement des finances publiques est mesuré à partir du solde structurel, c'est-à-dire, corrigé du cycle. Cette règle a l'avantage de laisser jouer pleinement les stabilisateurs automatiques ; mais, pour les pays dont les finances publiques ne sont pas à l'équilibre, elle interdit toujours les politiques budgétaires discrétionnaires. Or, pour l'Allemagne, qui connaît depuis la réunification une dégradation structurelle de son solde budgétaire et dont la croissance est très faible, la stabilisation automatique est insuffisante.

Sans remettre en cause les objectifs du PSC – prévenir toute situation d'insolvabilité et éviter que les dérapages budgétaires nationaux n'exercent de pression sur la politique de la banque centrale -, plusieurs propositions ont été avancées pour parvenir à des règles mieux adaptées à chacun de ces objectifs. Ainsi, la surveillance du taux d'endettement répondrait mieux que la norme de solde budgétaire au souci de soutenabilité de la dette ; en même temps, elle permettrait d'accorder une marge de manœuvre supplémentaire aux pays faiblement endettés. Quant aux risques de pression sur la politique monétaire, ils pourraient être mieux contenus par le respect de cibles nationales d'inflation ou par celui de normes de solde extérieur courant. L'adaptation des règles du PSC permettrait de redonner aux politiques budgétaires nationales une flexibilité qui leur fait aujourd'hui cruellement défaut.

Japon : l'étai se resserre sur les banques

Les pressions déflationnistes se sont intensifiées en 2002 au Japon, pour la cinquième année consécutive. Les prix à la consommation ont baissé de 0.9%. Cette

baisse (près de 5% en cumul depuis 1998) remet constamment en question une partie des gains de productivité et des efforts de désendettement obtenus antérieurement. Ceci se traduit, au niveau macroéconomique, par des taux d'intérêt réels supérieurs au taux de croissance et, donc, par des perspectives de revenu régulièrement surestimées. En 2002, la croissance du PIB (0.3%) est inférieure de plus de 1.5 point aux taux d'intérêt réels supportés par le secteur privé.

En s'enracinant, la déflation produit une faiblesse chronique de la demande privée. Son apathie a pour conséquence des cycles d'affaires toujours plus courts avec des points hauts toujours plus bas, dont une baisse régulière du potentiel de croissance, et des grands équilibres macroéconomiques plus instables, qui rendent les prévisions toujours plus hasardeuses. Le cycle des stocks est de moins en moins visible et les chocs positifs sur la demande extérieure et la demande publique mettent de plus en plus de temps à se propager au reste de l'économie, en particulier à l'investissement privé. La conjoncture de 2002 est caractéristique de ce schéma. Après un premier trimestre de croissance nulle, l'activité a bondi au deuxième trimestre, puis décéléré rapidement jusqu'à revenir à une quasi-stagnation en fin d'année. Le point haut du cycle d'affaires a été atteint à l'automne 2002. Depuis, le Japon entame une nouvelle phase de récession, nette depuis le début 2003, avec une hausse des stocks et une chute de la production.

Comme d'habitude, les exportations ont été la composante motrice de ce petit cycle d'affaires. Leur hausse de 8% sur 2002, contre 2% pour les importations, a fait passer l'excédent courant de 2.3% à 2.8% du PIB entre 2001 et 2002. Elle explique la progression de la production industrielle sur le premier semestre et la hausse des profits des entreprises nippones (46% sur l'année, hors services financiers) concentrée dans le secteur exportateur. Dans ce contexte, le gouvernement japonais s'attendait à un nouveau cycle d'investissement. Comme d'habitude, il n'en fut rien. L'appréciation du yen au cours du second semestre 2002 et les incertitudes croissantes aux Etats-Unis ont incité les exportateurs à réaliser des marges de profit au détriment des volumes échangés ; la seule composante dynamique de l'activité s'est essoufflée avant de parvenir à créer un effet de relance sur la demande interne.

Avec l'essoufflement des exportations, l'affaissement de la consommation des ménages au second semestre concourt à expliquer le retournement de l'automne 2002. Les caractéristiques du marché du travail et du niveau de vie japonais font traditionnellement jouer à l'épargne et aux acquisitions de biens durables le rôle de variables d'ajustement. De fait, le taux d'épargne des ménages a été quasiment divisé par deux entre la seconde moitié des années quatre-vingt-dix et 2001-2002

(de 11% à 6%). Quant à l'investissement résidentiel, qui a déjà beaucoup baissé, il s'est encore fortement contracté en 2002 (-4.8%, après -5.4% en 2001). Mais le fait que la dépense courante des ménages devienne plus sensible à la crise est un changement structurel majeur et inquiétant. Depuis 1998, les capacités d'absorption des chocs par les entreprises et par leurs banques ont été laminées, ce qui a profondément ébranlé le marché du travail. Phénomène unique dans les pays riches, les pressions sur la masse salariale s'exercent moins par les licenciements (le taux de chômage est à 5.4% en 2002) que par les rémunérations. Mais ces pratiques, censées être stabilisantes en période de crise, semblent, à force de se répéter, générer des blocages structurels. Et quand la baisse du revenu moyen des actifs du secteur privé se renouvelle chaque année (-0.9% en 2001, puis -1.7% en 2002, probablement -1.3% en 2003), elle finit par miner tous les postes de dépenses des ménages.

Malgré la faiblesse des stocks en milieu d'année, l'investissement productif privé s'est contracté de 3.6% en 2002. Parce qu'elle réduit son soutien à l'activité à chaque début d'embellie, la politique budgétaire explique, en partie, l'absence de rebond de l'investissement. Malgré un déficit public atteignant 7.1% du PIB et une dette publique de 147.2%, la politique budgétaire est encore trop restrictive. La poursuite de la réforme de l'Etat et des collectivités locales est déstabilisante à court terme. La baisse drastique des dépenses d'investissement public en 2002 puis en 2003 et la réduction substantielle des droits assurés par le système public de retraite détériorent, à court terme, celles des ménages. Leurs effets récessifs sont tels que, pour parvenir à l'équilibre structurel, il est indispensable que le gouvernement accepte un déficit conjoncturel supérieur pour soutenir l'activité. Actuellement, la politique budgétaire est globalement restrictive, alors que la déflation sur les biens courants augure d'une récession à venir plus sévère.

Cela est bien synthétisé dans les prix d'actifs. La baisse des prix de l'immobilier s'accélère depuis 1998 et s'étend au secteur résidentiel. Sur les marchés financiers, l'indice Nikkei est passé durablement sous la barre historique des 8 000 points fin 2002 et on a assisté à la formation d'une bulle obligataire, avec la baisse spectaculaire des taux longs jusqu'en juin 2003. A cette date, la hausse violente des taux longs et des cours boursiers correspond davantage à l'explosion de la bulle obligataire et à la formation d'une bulle boursière par des investisseurs incertains et surréactifs, qu'à une normalisation de comportements financiers dans une phase de reprise durable, que rien n'annonce.

Le nombre et l'encours des faillites des entreprises non financières restent élevés en 2002. Leur diminution par rapport à l'exécrable année précédente résulte d'une baisse des défauts de grande envergure et, surtout, de la reconduite du programme de garanties publiques concédées sur les crédits bancaires aux PME. Ce programme, conçu pendant la crise de 1998 pour contourner le credit crunch, contient un très fort aléa moral. Si le passé se répète, il faut s'attendre à un accroissement futur du nombre et du coût des défauts.

Dans ces mécanismes récessifs et, en particulier, dans la déprime de l'investissement, les comportements d'offre de crédit des banques jouent un rôle central. A présent que les taux courts ont atteint le niveau plancher de 0%, la stratégie suivie par la Banque du Japon consiste à inonder les banques de liquidités centrales. En 2002, la base monétaire a progressé de 25.7%, approchant le quart du PIB contre 6-7% dans les autres pays industrialisés. Mais l'encours des crédits bancaires s'est contracté de 4.7%. La banque centrale n'a visiblement plus d'influence sur l'offre bancaire. Or il n'y a pas de croissance sans endettement. Au Japon aujourd'hui, il faudrait d'abord abandonner l'idée du contrôle du déficit public et accepter son financement monétaire. Et, pour permettre l'endettement privé, la banque centrale n'a visiblement plus d'influence sur l'offre bancaire. Or il n'y a pas de croissance sans endettement. Au Japon aujourd'hui, il faudrait d'abord abandonner l'idée du contrôle du déficit public et accepter son financement monétaire. Et, pour permettre l'endettement privé, la banque centrale pourrait contourner les banques en étendant ses opérations d'open-market aux titres privés. Mais les PME, les plus rationnées, sont inexistantes sur les marchés financiers ; le projet discuté en juin 2003 d'autoriser le développement de la titrisation des crédits aux PME permettrait à la fois aux banques d'économiser du capital et à la banque centrale d'intervenir sur un marché secondaire de petits emprunteurs.

Tant que, faute de capital, le système bancaire sera incapable de relayer l'effort des politiques économiques par un assouplissement de son offre de crédit, il n'y aura pas de reprise durable possible. Or le resserrement du cadre prudentiel met de plus en plus clairement en évidence la sous-capitalisation des banques japonaises. A mesure que les programmes d'assainissement progressent, leur coût en capital rend le rationnement de plus en plus visible.

Précisément, la résolution de la crise bancaire a connu des progrès substantiels en 2002 et au premier semestre 2003. Un plan de restructuration a été mis en place : deux nouvelles institutions (Financial Revitalization corp., et Resolution & Collection corp.) ont la possibilité de mobiliser jusqu'à 57 trillions de yens (plus de 450 milliard de dollars) pour la garantie des dépôts, et pour

l'assainissement et la recapitalisation des banques. Après la fronde de la Diète, les normes d'accès aux aides apportées par ces nouvelles structures ont été considérablement assouplies, et les mesures coercitives contre les banques quasiment supprimées. Reste que les institutions capables de traiter la crise bancaire ont enfin été créées et que l'idée de l'usage de fonds publics a été acceptée et votée. Depuis, M. Koizumi et son ministre de la Réforme financière (FSA) M. Takenaka, reconquièrent le terrain cédé et forment, depuis mai 2003, avec le nouveau gouverneur de la Banque du Japon, un triangle de compétences renforçant considérablement le discours des réformateurs et la perspective d'une résolution finale de la crise bancaire. La FSA s'émancipe des institutions financières et parvient à imposer progressivement ses vues dans le débat sur le resserrement du cadre prudentiel. Les normes de comptabilisation des créances douteuses progressent lentement, mais sûrement, et le principe de la comptabilisation des actifs mobiliers au prix du marché se généralise.

Deux questions cruciales restent à résoudre. La première est la révision du cadre légal des injections de fonds publics. Elle comprend, d'une part, l'introduction d'un système d'action précoce, forçant les banques à accepter l'aide publique sans attendre que leur sous-capitalisation soit révélée par l'effondrement du crédit, d'autre part, une responsabilisation des dirigeants et actionnaires bancaires. Sur le premier point, le cœur du sujet est le mode de calcul des avoirs fiscaux des grandes banques, intégrés à leurs fonds propres et aujourd'hui surestimés. Lorsque la FSA a exigé leur révision à la baisse, Resona, la cinquième banque japonaise, n'a pas pu maintenir son ratio de solvabilité et fut contrainte, en mai 2003, de demander officiellement l'aide publique. Celle-ci a pris la forme d'une injection de 1.96 trillion de yens dans le capital, accordant à l'Etat 75% des droits de vote et une liberté totale pour restructurer la banque. La rapidité de l'opération et la mise à l'écart de 130 responsables montre que la FSA durcit le ton et devient une menace crédible pour les autres banques. En effet, l'Etat détient déjà en moyenne 40% du capital des grandes banques, et menace d'exercer à tout instant ses droits de vote. L'évolution du débat sur la crise bancaire autorise donc un relatif optimisme qui a pourtant son revers : si toutes les banques accélèrent leur assainissement, le rationnement du crédit va s'intensifier.

La seconde question cruciale concerne la restructuration des banques régionales et mutualistes, finançant l'économie locale. Pour elles, plus chargées en créances douteuses et encore moins bien capitalisées que les grandes, la levée de la garantie totale des dépôts, prévue en 2005, exerce une pression d'autant plus forte que la FSA leur a demandé de réduire de moitié leurs créances douteuses d'ici

2004-2005. Avant que le rationnement du crédit enfonce davantage l'économie dans la déflation, il va falloir que la FSA parvienne à prouver légalement la sous-capitalisation des banques et à engager d'importantes injections de fonds publics. Ceci est loin d'être acquis. C'est pourquoi les perspectives macro-économiques sont très sombres. Plus on s'approche de la résolution de la crise bancaire, plus le gouvernement doit être clair sur la répartition des responsabilités et du coût à payer, comme sur l'orientation de sa politique budgétaire.

Politique monétaire, taux longs et refinancements hypothécaires

Depuis le milieu des années 1990, la rapidité comme l'ampleur de la réponse des taux d'intérêt à la politique monétaire a augmenté. Le mécanisme relève désormais presque du réflexe : dès que les investisseurs craignent un ralentissement, les taux longs se détendent : ils se tendent lorsqu'une surchauffe est redoutée. Pour une part, cette réaction des marchés obligataires s'explique par une transparence accrue de la politique monétaire qui rend les mouvements des taux courts plus prévisibles. Ainsi, à l'été 2002, lorsque la Bourse chute, les marchés, guidés par les déclarations de la banque centrale, repoussent de plusieurs mois l'horizon d'un resserrement monétaire : les taux longs (qui dépendent des taux courts actuels et anticipés) baissent. Les taux des emprunts hypothécaires – transformés en « quasi » taux de marché par le processus de titrisation et une concurrence accrue entre intermédiaires financiers – suivent. Les refinancements hypothécaires explosent. Le levier est puissant, mais asymétrique : si demain les taux longs remontent, le resserrement sera sans effet pour la plupart des ménages, qui, endettés à taux fixe, garderont le bénéfice des taux bas auxquels ils viennent de refinancer leurs emprunts.

Bibliographie

- Bank of Japan (2003) – Outlook and Risk Assessment of Economy and Price, avril
Bénassy-Quéré A. (2003) – “Pacte de stabilité : deux objectifs, deux règles”, La Lettre du CEPIL, n° 224, juin
BRI (2003) – 73^e rapport annuel, www.bri.org.
Japanese Government Cabinet Office (2003) – Economic Report, juin.

