

LA CRISE JAPONAISE EST-ELLE FINIE ?

Les bons résultats de l'économie japonaise au premier semestre 1999 étaient inattendus. Ils pourraient n'être qu'éphémères. Le rebond récent a été produit par une accélération des dépenses des ménages qui paraît extrêmement fragile. De plus, ce rebond s'est rapidement traduit par une hausse du yen qui risque de compromettre la poursuite de la croissance. Les marges de manœuvre de la politique budgétaire sont, quant à elles, largement épuisées tandis que la Banque du Japon répugne à assouplir davantage la politique monétaire. Cependant, les obstacles à la croissance sont plus fondamentaux. Le modèle japonais n'a pas encore accompli la mutation qui pourra lui permettre de renouer avec une croissance plus élevée. La crise, puis la réforme, du système bancaire illustrent particulièrement bien les faiblesses actuelles du Japon, ses difficultés d'adaptation et la nature des coûts que cette mutation entraîne.

■ Les paradoxes de la conjoncture

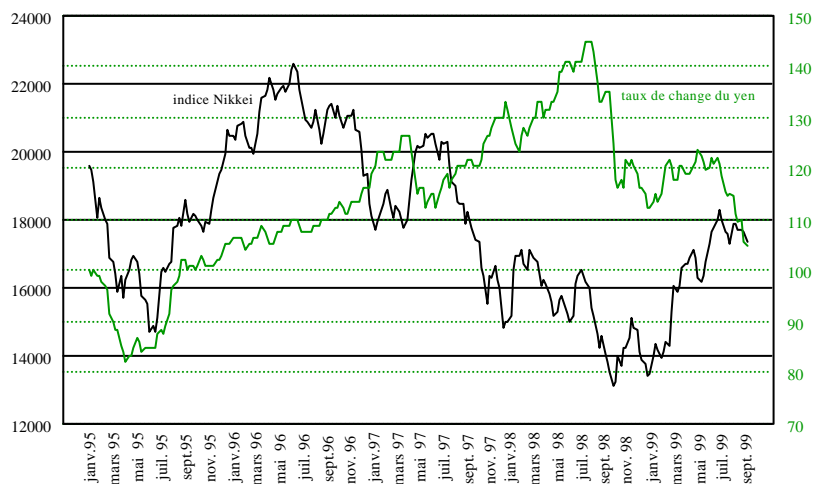
La situation du Japon a radicalement changé depuis un an. En octobre 1998, l'archipel s'enlisait dans la récession. Le énième plan de stabilisation du système financier, qui venait d'être adopté après plusieurs mois de débats interminables, était accueilli avec scepticisme. La bourse et le yen, victimes d'une crise de confiance majeure¹, étaient au plus bas, ce qui laissait craindre un effondrement du système bancaire et une nouvelle spirale de dévaluations en Asie.

Aujourd'hui, le tableau est très différent. Le plan de stabilisation du système financier a amorcé un vrai changement dans la gestion de la crise bancaire, qui s'est traduit par la nationalisation de deux grandes banques, la fermeture de plusieurs banques régionales insolvables et l'accélération des restructurations dans le secteur. La crise de confiance s'est apaisée, les capitaux sont revenus vers le Japon, le yen s'est redressé et la bourse a recommencé à progresser (graphique 1). La prime japonaise, le surcoût que devaient payer les banques japonaises pour se financer sur les marchés internationaux, a pratiquement disparu. Dans ce climat financier plus favorable, la croissance s'est nettement redressée,

confortant le retour de l'optimisme. Le premier trimestre 1999 a, en effet, été très bon avec une croissance de 8% en rythme annuel et le second a été moins mauvais que prévu (1,6% alors que la majorité des instituts prévoient une baisse).

Pourtant, ce retour de la confiance a un effet pervers et paradoxal. Il a conduit à une appréciation du yen, devenue suffisamment importante pour affaiblir la croissance. Tout d'abord, la hausse du yen pèse sur les échanges japonais : en moyenne, on a estimé que, de cette façon, 10% d'appréciation du yen se traduisent par un

Graphique 1- Taux de change du yen et évolution de la bourse



Source : WEPFA

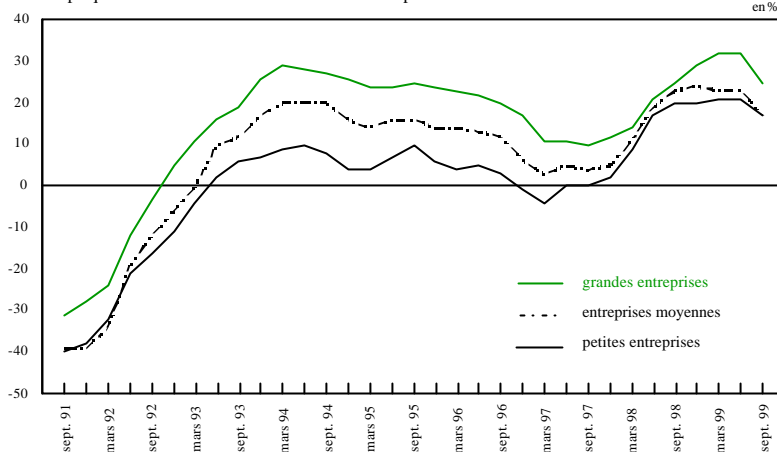
1. C. Lacu, "La crise bancaire japonaise et l'instabilité financière mondiale", *La Lettre du CEPII*, n°175, 1998.

demi-point de croissance en moins au bout d'un an et par un point au bout de deux ans². Ensuite, l'appréciation risque, en faisant baisser le prix des produits importés, d'alimenter la déflation et de freiner les dépenses des ménages. Enfin, l'anticipation de ces effets défavorables provoque le repli des cours boursiers et fragilise les banques en raison du rôle joué par les plus-values boursières dans leurs ratios de solvabilité. Ce type d'enchaînements défavorables, qui s'est déjà produit en 1995, révèle plusieurs fragilités persistantes du Japon.

■ Reprise ou feu de paille ?

Que se cache-t-il derrière les bons chiffres du premier semestre ? Ces derniers sont essentiellement dus aux dépenses publiques et au dynamisme des dépenses des ménages (graphique 2). En revanche, les exportations ont reculé en moyenne sur le semestre, même si on observe un léger mieux à partir d'avril. Surtout, les entreprises, confrontées à des surcapacités importantes accumulées au cours de la période de la bulle, ont continué d'ajuster leurs investissements à la baisse³. Cette tendance devrait se poursuivre⁴. Les entreprises du secteur manufacturier ont engagé depuis longtemps leur restructuration, mais les entreprises non-manufacturières l'entament à peine⁵. Par ailleurs, alors que de nombreuses sociétés cherchent à réduire leur endettement, les autres font face à des conditions d'accès au crédit bancaire toujours peu favorables.

Graphique 3 - Excès de main-d'oeuvre dans les entreprises



Indice de diffusion : (nombre d'entreprises jugeant excessif le nombre de leurs salariés moins nombre d'entreprises le jugeant insuffisant) / nombre total d'entreprises.

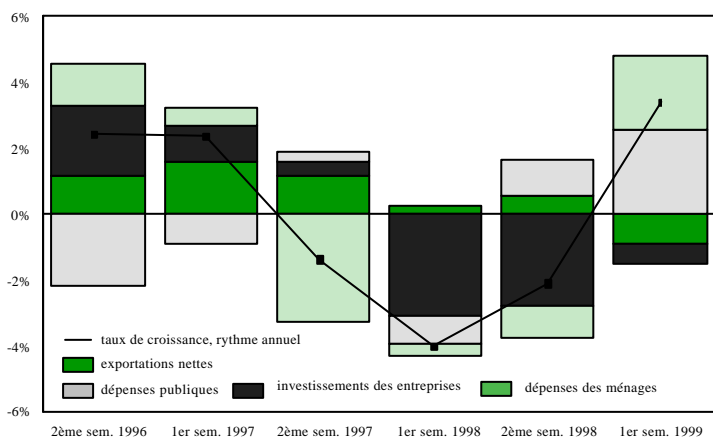
Source : Banque du Japon - enquête Tankan

Les entreprises poursuivent aussi les ajustements sur le marché du travail : le taux de chômage atteint 4,7% et, après les heures supplémentaires et les bonus, ce sont maintenant les salaires de base qui font l'objet de réductions. Les plans annoncés par les grandes entreprises ne laissent attendre aucune amélioration dans ce domaine. Au contraire, selon l'enquête de la Banque du Japon, les entreprises souffrent encore d'un important excès de main-d'œuvre (graphique 3). Les économistes de Nomura évaluent ces sureffectifs entre 6,5 et 10 millions (soit 10% à 15% de la population active⁶).

Le rebond de la consommation et de l'investissement résidentiel des ménages, qui a tiré la croissance au premier semestre, ne repose donc pas sur une accélération des revenus. Il a été permis par des mesures fiscales, dont l'effet pourrait s'atténuer rapidement, et par une baisse du taux d'épargne. Cette baisse, inattendue compte tenu de la hausse du chômage et des inquiétudes sur les retraites, s'explique par l'effet rassurant des mesures de stabilisation financière, après plusieurs années de fortes incertitudes.

Dans ce contexte fragile, la conjoncture pourrait rapidement se retourner, ce qui aurait des répercussions importantes sur le système financier. La résolution de la crise bancaire est en bonne voie, mais devrait prendre encore au moins deux ans⁷. Si la croissance ralentit trop fortement, de nouvelles créances douteuses apparaîtront, l'ajustement sera retardé et les conditions d'accès au crédit seront encore plus restrictives. Autre sujet d'inquiétude : l'éviction, début octobre, du responsable de la réforme financière, pourtant à l'origine des progrès

Graphique 2 - Contributions à la croissance des composants de la demande



Source : EPA

2. S. Guichard, "Japon : les limites d'une gestion macro-économique de la crise financière", *La Lettre du CEPII*, n°163, 1997.

3. L'ajustement du capital masque un accroissement des investissements dans les nouvelles technologies, qui reste toutefois encore insuffisant (voir NRI, Economic Research Department, "Medium-term outlook for Japan: options for regaining dynamism through structural change", *NRI Quarterly*, été, 1999).

4. L'évolution des commandes de machines par le secteur privé, indicateur avancé traditionnel des dépenses d'investissement, confirme ce diagnostic.

5. Voir Banque du Japon, "Stagnation and structural adjustments of non-manufacturing industries during the 1990s", *Research and Statistics Department Working paper*, 1999.

6. NRI, Economic Research Department, *op. cit.*

7. S. Guichard, *La défaite financière du Japon*, Economica, 1999.

observés depuis un an. Il est à souhaiter que ce changement ne remette pas en cause la stratégie d'assainissement du système bancaire.

Ces risques réels et financiers expliquent la nervosité actuelle autour de la hausse du yen, qui pourrait être le détonateur du retournement de conjoncture. Cette nervosité est d'autant plus aiguë que la crédibilité des politiques macro-économiques est sérieusement entamée.

■ La pertinence des politiques conjoncturelles

Les politiques macro-économiques actives, d'inspiration keynésienne, menées de 1992 à 1996 puis à partir de 1998, ont seulement permis au Japon de ne pas sombrer davantage dans la récession mais se sont révélées incapables de relancer durablement la croissance⁸. Ce faisant, les marges de manœuvre se sont épuisées.

Le montant cumulé depuis 1992 des plans de soutien budgétaire à l'activité est de 22 points de PIB ; en pratique toutefois, moins de la moitié de ces sommes a réellement été injectée dans l'économie, sans véritable effet d'entraînement⁹. Les programmes d'investissements publics ont surtout bénéficié au secteur de la construction, qui a pu ainsi différer des ajustements pourtant nécessaires compte tenu de surcapacités évaluées à près de 40%. Mise en œuvre depuis 1998, la politique de soutien aux PME, consistant à leur accorder ou à leur garantir des crédits sans aucun critère de qualité de l'emprunteur, permet surtout d'éviter temporairement des faillites. Par ailleurs, le resserrement budgétaire en 1997 a constitué une erreur majeure, qui a aggravé la récession dont le Japon émerge à peine.

Le débat sur la politique monétaire est encore plus vif. Au début de la crise (1992-1994), la détente monétaire a été très timide. Les taux d'intérêt ont été ensuite progressivement amenés à un niveau proche de zéro. Depuis le début de l'année, de nombreux économistes ont appelé, sans succès, à un assouplissement supplémentaire pour soutenir la reprise. Les taux au jour le jour étant à un niveau plancher, une telle politique passe par une modification de la régulation monétaire. Il s'agirait alors de cibler des échéances plus longues et éventuellement d'acheter des titres publics obligataires. Une autre solution serait que la Banque du Japon fixe un objectif d'inflation ou de croissance de la base monétaire, qui favoriserait des anticipations de hausse des prix à moyen

terme, susceptibles de faire baisser les taux réels¹⁰. La Banque du Japon, soucieuse d'affirmer une indépendance récente (avril 1997), n'a cependant pas cédé aux pressions, au motif que de telles actions n'auraient pas d'effet sur l'activité et seraient dangereuses à moyen terme.

A l'automne, la hausse du yen a ravivé ce débat. A la demande du ministère des Finances, la banque centrale est intervenue pour faire baisser le taux de change du yen. Toutefois, elle a systématiquement stérilisé ces interventions¹¹. Ce faisant, la Banque du Japon refuse d'utiliser un canal important de transmission de la politique monétaire, celui du change, qui apparaît pourtant comme l'une des dernières options pour éviter un nouvel affaiblissement de la croissance. Cette inaction traduit un désaccord profond entre les deux institutions sur le soutien à apporter à l'activité. Ce conflit ramène à la question fondamentale de savoir s'il est pertinent d'aller plus loin dans les politiques conjoncturelles ; la réponse réside dans la nature de la crise.

■ La nature de la crise

La crise japonaise trouve deux grandes interprétations, qui ne sont pas sans rappeler, par effet de miroir, les interrogations sur la nature de l'expansion américaine. Pour certains, la crise provient avant tout d'une succession de chocs défavorables (l'éclatement des bulles spéculatives, la hausse du yen jusqu'en 1995, le séisme de Kobe, la crise asiatique) et d'erreurs de politique économique (le resserrement budgétaire en 1997). La sortie de crise passe alors par des mesures de relance keynésiennes, même si celles-ci doivent entraîner une nouvelle dégradation des finances publiques¹² et risquent de conduire à la monétisation de la dette publique. C'est dans cette logique que s'inscrit le nouveau programme de soutien budgétaire annoncé en octobre. Toutefois, l'incapacité des politiques contra-cycliques à relancer la demande nourrit un autre diagnostic. La crise résulte fondamentalement de l'incapacité de l'organisation économique japonaise à assurer désormais une croissance soutenue (soit le négatif de la "nouvelle économie américaine")¹³.

L'expansion rapide de l'archipel jusqu'aux années quatre-vingt est avant tout le résultat d'une convergence réussie ; il est normal que le rythme de croissance japonais ait ensuite ralenti. Mais la faiblesse de la croissance depuis maintenant huit années révèle aussi autre chose :

8. Voir *La Lettre du CEPII* n°163, *op. cit.*

9. A. Posen, *"Restoring Japan's economic growth"*, Institute for International Economics, Washington DC, 1998.

10. De telles options sont notamment défendues par Paul Krugman (ces contributions sont disponibles sur la page web <http://web.mit.edu/krugman/www/jpage.html>).

11. Voir notamment, sur les interventions des banques centrales, A. Bénassy-Quéré, "La BCE et l'euro" *La Lettre du CEPII* n°182, 1999.

12. La dette brute japonaise atteint déjà plus de 100 points de PIB en 1999 et le déficit 8,6 points de PIB, dont 6,7 points de déficit structurel selon l'OCDE. Pour l'instant, en dépit des plans de relance successifs, les taux sur les titres publics à long terme sont restés très bas. Cela s'explique par les phénomènes de fuite vers la qualité qui ont conduit les banques à acheter massivement ces titres aux dépens du crédit bancaire et par les achats massifs des institutions financières publiques. Rien n'exclut toutefois, à terme, une remontée de ces taux. Déjà, les incertitudes sur la capacité de la Caisse des dépôts japonaise à continuer à souscrire ces titres ont provoqué des tensions sur le marché obligataire en début d'année 1999.

13. Ce diagnostic, défendu ici, est de plus en plus présent dans les rapports des organisations internationales sur le Japon (OCDE, *Etude économique Japon 1998*, FMI ...). Voir également E. Dourille-Feer, *L'économie du Japon*, La Découverte, collection Repères, 1998.

l'inadaptation du "modèle japonais", qui a permis ce rattrapage, au fonctionnement d'une économie mature, insérée dans l'économie mondiale.

La crise bancaire est symptomatique de la faiblesse structurelle du Japon d'aujourd'hui¹⁴. Elle résulte de la tentative de superposition d'un système financier déréglementé aux comportements traditionnels des banques et des autorités de tutelle dans le système de l'après-guerre. La réforme financière conduit dès lors à une véritable remise en question du "modèle japonais".

Le système de financement et de gouvernance des entreprises par les banques, dit système de la banque principale, est ébranlé. Les solidarités entre banques ou entre les banques et les entreprises s'affaiblissent. Depuis 1995, les participations croisées s'érodent du fait que les banques, pour réaliser des plus-values latentes et gonfler leurs profits, vendent peu à peu les titres des autres entreprises des **keiretsu**. Jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, en cas de détérioration de la situation financière d'une entreprise, la banque principale aidait la firme à résorber ses difficultés, et soutenait financièrement sa restructuration. La dégradation des bilans bancaires conduit désormais les banques principales à ne plus accorder de tels soutiens. Si les banques interviennent moins dans la gestion des entreprises, les mécanismes de marché qui devraient prendre le relais restent limités. Les participations croisées sont encore suffisamment fortes pour limiter les menaces d'OPA ; les outils réglementaires et législatifs, par exemple la loi sur les faillites, sont insuffisants et freinent la restructuration des entreprises.

La lenteur de l'adaptation des entreprises, toujours confrontées à des capacités excessives et non rentables et à un endettement important, résulte en partie de cette transition encore inachevée entre la gouvernance bancaire et celle des marchés. Cependant, la politique économique commence à intégrer cette contrainte en proposant des mesures destinées à faciliter les mises en faillite, à accélérer la dépréciation du capital et à aider les investissements dans le domaine des nouvelles technologies.

L'érosion du système de la banque principale pèse aussi sur le fonctionnement du marché du travail. Auparavant, en cas de difficultés financières dans une entreprise, les

actionnaires (autres entreprises du même groupe industriel dont des banques) supportaient la baisse des profits et l'emploi était, en grande partie, épargné. L'ajustement de la masse salariale passait d'abord par une baisse des primes et des heures supplémentaires. C'est ce qui explique l'ampleur des sureffectifs dans les entreprises japonaises. Si l'affaiblissement des solidarités financières au sein des groupes se traduit par un actionnariat plus volatil et exigeant, alors la place privilégiée des salariés pourrait être remise en question et les sureffectifs réduits drastiquement. Le Japon serait alors confronté à un chômage plus important, avec tous les problèmes sociaux qui y sont associés.

Au total, si ces mutations sont indispensables pour assurer à terme à l'archipel une croissance soutenue, elles devraient continuer à peser sur l'activité japonaise au cours des deux ans qui viennent. On ne peut attendre des politiques conjoncturelles davantage qu'une atténuation du coût des ajustements. Surtout, il faut espérer que ces politiques ne seront pas menées au détriment des réformes, comme cela a été souvent le cas depuis dix ans.

Stéphanie Guichard
Guichard@cepii.fr

Vient de paraître

LA DÉFAITE FINANCIÈRE DU JAPON

Stéphanie GUICHARD

160 pages - 98 francs - Editions Economica

Pour vous procurer cet ouvrage, deux adresses :

ECONOMICA

49, rue Héricart - 75015 Paris

Tél. 01 45 78 12 92 - Fax : 01 45 75 05 67

LA DOCUMENTATION FRANÇAISE

en librairie : 29-31, quai Voltaire - 75007 Paris

Tél. 01 40 15 70 00 - Fax : 01 40 15 68 00

par correspondance : 124, rue Henri-Barbusse -
93308 Aubervilliers cedex

Tél. 01 40 15 70 00 - Fax : 01 40 15 68 00

par internet : <http://www.ladocfrancaise.gouv.fr>

4

14. S. Guichard, 1999, *op. cit*

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 1999
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Jean-Claude Berthélemy
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Stéphanie Guichard

CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser

REALISATION :
Annick Hutteau

DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 301,74 FTTC (46 €TTC)
Europe 311,58 FTTC (47,50 €TTC)
DOM-TOM (HT, avion éco.)
308,30 FHT (47 €HT)
Autres pays (HT, avion éco.)
311,58 FHT (47,50 €HT)
Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
4^{ème} trimestre 1999
Octobre 1999
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

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