

HIROSHI YOSHIKAWA<sup>1</sup>

# LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE FACE À LA STAGNATION DE L'ÉCONOMIE

**RÉSUMÉ.** Pour le Japon, les quinze dernières années ont été marquées par une hausse excessive puis par une chute du cours des actions et du prix des terrains. Les « bulles spéculatives » sont devenues le maître mot. Il est donc naturel et compréhensible que de nombreux économistes japonais et étrangers se soient penchés, d'une manière ou d'une autre, sur le concept « d'effet de richesse » pour tenter de comprendre l'évolution de l'économie japonaise durant cette période. Toutefois, la question de savoir si le prix des actifs a affecté l'économie, et le cas échéant de quelle manière, n'est pas aussi simple qu'il y paraît. Comme il l'est expliqué dans cet article, le resserrement du crédit est intervenu en 1997-98, et il est l'une des causes majeures du taux de  $-2,5\%$  de croissance du PIB en 1998 (le pire résultat enregistré depuis la guerre). Il ne fait aucun doute que la baisse du prix des actifs et le problème des prêts irrécouvrables restent aujourd'hui la principale pierre d'achoppement de l'économie japonaise. Ces deux facteurs n'expliquent pas tout cependant. Je dirai même qu'ils ne sont pas la cause fondamentale de la stagnation des années quatre-

vingt-dix. De même, ils ne nous disent pas pourquoi l'économie n'a pas réagi à la politique budgétaire fortement expansionniste des années quatre-vingt-dix.

Cet article avance la thèse selon laquelle la cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie japonaise réside dans une création de demande insuffisante et dans les erreurs d'affectation des investissements publics et privés. Comme nous le verrons plus loin, les « bulles spéculatives » du marché foncier sont en fait la *conséquence* de ces erreurs d'affectation.

L'aperçu donné ici de l'économie japonaise au cours des années quatre-vingt-dix montre que, même si plusieurs facteurs ont contribué à la longue stagnation de l'économie, le plus important est le déclin de l'investissement. Il révèle également pourquoi les effets de richesse ne sont pas significatifs pour la consommation des ménages. L'analyse est ensuite axée sur la politique monétaire et les problèmes financiers ; ceci met en évidence que le resserrement du crédit est intervenu non pas pendant la récession de 1992-94, mais en 1997-98, et l'auteur rejette la proposition de Krugman selon laquelle la Banque du Japon doit

1. HIROSHI YOSHIKAWA est Professeur d'économie, faculté d'Économie, Université de Tokyo (yoshikawa@e.u-tokyo.ac.jp).

L'auteur remercie le rédacteur en chef et deux lecteurs anonymes pour leurs suggestions et leurs remarques utiles sur la précédente version.

générer des anticipations inflationnistes. Le principal problème du Japon est la faible élasticité de l'investissement par rapport au taux d'intérêt. Les erreurs d'affectation des investissements publics sont partiellement responsables de la faible rentabilité des investissements privés. L'article aborde après les problèmes suscités par la politique

budgétaire du Japon et, en conclusion, avance que l'insuffisance de la demande créée et les erreurs d'affectation du capital qui s'en sont suivies ont été la cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie japonaise.

Classification *JEL* : E2 ; E22 ; E65.

**P**endant l'euphorie des années quatre-vingt, alors que certains voyaient déjà le Japon devenir la première économie mondiale, qui aurait imaginé que la décennie suivante serait aussi morose ? Force est pourtant de constater que ce pays a traversé dix années de stagnation, que l'on se rappellera certainement comme un événement historique.

Pour le Japon, les quinze dernières années ont été marquées par une hausse excessive puis par une chute du cours des actions et des prix immobiliers. Les « bulles spéculatives » sont devenues le maître mot. Il est donc naturel et compréhensible que de nombreux économistes japonais et étrangers se soient penchés, d'une manière ou d'une autre, sur le concept « d'effet de richesse » pour tenter de comprendre l'évolution de l'économie japonaise durant cette période. Toutefois, la question de savoir si le prix des actifs a affecté l'économie, et le cas échéant de quelle manière, n'est pas aussi simple qu'il y paraît. Comme on va le voir dans cet article, le resserrement du crédit est intervenu en 1997-98, et il est l'une des causes majeures du - 2,5 % de croissance du PIB en 1998 (le pire résultat enregistré depuis la guerre). Il ne fait aucun doute que la baisse du prix des actifs et le problème des prêts irrécouvrables restent aujourd'hui la principale pierre d'achoppement de l'économie japonaise. Cependant, ces deux facteurs n'expliquent pas tout. Ils ne sont même pas la cause fondamentale de la stagnation des années quatre-vingt-dix. De même, ils ne disent pas pourquoi l'économie n'a pas réagi à la politique budgétaire fortement expansionniste de la décennie quatre-vingt-dix.

La thèse avancée ici est que la cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie japonaise réside dans une création de demande insuffisante et dans les erreurs d'affectation des investissements publics et privés. Comme nous le verrons plus loin, les « bulles spéculatives » du marché foncier sont en fait la *conséquence* de ces erreurs d'affectation.

Cet article propose d'abord un aperçu de l'économie japonaise qui montre que si plusieurs facteurs ont contribué à la longue stagnation de l'économie au cours des années quatre-vingt-dix, le plus important est le déclin de l'investissement ; il est également expliqué pourquoi les effets de richesse ne sont pas significatifs pour la consommation des ménages. Cette analyse est ensuite centrée sur la politique monétaire et les problèmes financiers ; elle met en évidence que le resserrement du crédit est intervenu non pas pendant la récession de 1992-94, mais en 1997-98, et rejette la proposition de Krugman selon laquelle la Banque du Japon doit générer des anticipations inflationnistes. Le principal problème du Japon est la faible élasticité de l'investissement par rapport au taux d'intérêt. Les erreurs d'affectation des investissements publics sont partiellement responsables de la

faible rentabilité des investissements privés. Sont ensuite traités les problèmes suscités par la politique budgétaire du Japon. Enfin, l'article défend la thèse selon laquelle l'insuffisance de la demande créée et les erreurs d'affectation du capital qui s'en sont suivies ont été la cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie japonaise<sup>2</sup>.

## L'économie japonaise au cours des années quatre-vingt-dix

L'économie japonaise a officiellement entamé sa récession en 1991, après l'éclatement des bulles spéculatives. Ce qui, dans un premier temps, ressemblait à une récession cyclique normale marquait en fait le début d'une longue décennie de stagnation. Entre 1992 et 1998, le taux de croissance moyen du Japon s'est établi à exactement 1,0 % (première colonne du TABLEAU 1). Pendant la même période, l'économie américaine a crû au rythme de 3 %. Même l'Union européenne (UE), qui souffre pourtant d'un chômage élevé, a enregistré une croissance supérieure à celle du Japon.

Pendant les années cinquante et soixante, périodes de forte croissance, l'économie japonaise a progressé de presque 10 % chaque année. Le taux de croissance a diminué après le premier choc pétrolier de 1973-74<sup>3</sup>, mais il s'est maintenu à 4 % en moyenne jusqu'à la fin des années quatre-vingt (ce qui reste supérieur au taux atteint par la plupart des économies de l'OCDE). Puis la croissance japonaise s'est encore ralentie pour tomber à 1 % dans les années quatre-vingt-dix.

Un examen attentif du TABLEAU 1 permet de constater que les années quatre-vingt-dix, que l'on peut globalement désigner comme une période de récession, se divisent en fait en trois sous-périodes : (i) la récession de 1992-94, (ii) la reprise de 1995-96 et (iii) une autre récession qui a démarré au milieu de 1997<sup>4</sup>. Pour obtenir une vue générale de l'économie japonaise durant les années quatre-vingt-dix, une méthode utile consiste à décomposer le taux de croissance du PIB réel en fonction des différentes composantes de la demande. Le TABLEAU 1 indique ces contributions à la croissance du PIB, définies ici comme le produit du taux de croissance de chaque composante de la demande (par exemple l'investissement) et de sa part dans le PIB réel. La somme des chiffres obtenus correspond au taux de croissance global du PIB.

On voit que la formation de capital fixe est de loin le principal facteur à l'origine de la récession de 1991-94, de la reprise de 1995-96 et de la récession qui a commencé au milieu de 1997. Ainsi, lorsque le taux de croissance est tombé de 3,8 à 0,3 % entre 1991 et 1993, la contribution de l'investissement est passée de 1,2 à -1,9 %, d'où une contribution à la baisse du taux de croissance de près de 90 %. De même, lorsque le taux de croissance est passé de 0,3 à 5,1 % entre 1993

2. En ANNEXE, le modèle utilisé dans cette dernière partie.

3. De nombreux économistes attribuent la fin de la période de forte croissance au premier choc pétrolier de 1973-74. Or, la baisse du taux de croissance aux alentours de 1970 ne peut pas être due au choc pétrolier ; elle est en fait imputable à la modification de la structure interne de l'économie japonaise. Pour plus de détails, voir Yoshikawa, 1995.

4. La récession qui a débuté en 1997 s'est officiellement terminée en avril 1999. D'après le gouvernement, l'économie japonaise est actuellement en phase expansionniste.

TABLEAU 1

Contribution des différentes composantes de la demande à la croissance du PIB									
									En %
	Croissance du PIB	Consommation	Investissement logement	Investissement fixe	Stocks	Consommation publique	Investissement public	Exportations	Importations
1990	5,1	2,6	0,3	2,0	- 0,2	0,1	0,3	0,7	- 0,8
1991	3,8	1,5	- 0,5	1,2	0,3	0,2	0,3	0,6	0,3
1992	1,0	1,2	- 0,3	- 1,1	- 0,5	0,2	1,0	0,5	0,1
1993	0,3	0,7	0,1	- 1,9	- 0,1	0,2	1,2	0,2	0,0
1994	0,6	1,1	0,4	- 0,9	- 0,3	0,2	0,2	0,5	- 0,8
1995	1,5	1,2	- 0,3	0,8	0,2	0,3	0,1	0,6	- 1,4
1996	5,1	1,7	0,7	1,8	0,4	0,2	0,8	0,8	- 1,3
1997	1,4	0,6	- 0,9	1,2	- 0,1	0,1	- 0,9	1,4	- 0,1
1998	- 2,8	- 0,6	- 0,6	- 2,1	- 0,1	0,1	0,0	- 0,3	- 0,9

et 1996, la contribution de l'investissement est passée de - 1,9 à 1,8 %, ce qui correspond cette fois à 80 % de la reprise.

En conséquence, pour expliquer la longue stagnation de l'économie japonaise durant les années quatre-vingt-dix, il nous faut expliquer le recul de la formation de capital fixe. Pour ce qui est de la récession de 1991-94, nous pouvons certainement le mettre au compte d'un ajustement normal des stocks, l'économie ayant connu une période prolongée de forte croissance pendant la période de bulle spéculative (Yoshitomi, 1998). En ce qui concerne la récession de 1997-98, c'est le resserrement du crédit qui est le principal responsable. Outre ces raisons, il faut mentionner les facteurs « structurels » ou à long terme. Après tout, l'investissement réagit essentiellement aux fluctuations de la demande : il augmente avec elle, et stagne avec elle. La cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie japonaise - c'est-à-dire du tassement de l'investissement au cours des années quatre-vingt-dix - sera examinée *infra*. Pour l'instant, ce sont les autres composantes de la demande qui sont examinées.

En marge de la formation de capital fixe, on note une consommation extrêmement faible<sup>5</sup>. En 1998, la consommation a même connu un déclin sans précédent. Contrairement à ce que l'on pense habituellement, la baisse du prix des actifs a eu relativement peu d'effets sur la consommation. On aurait pu croire qu'après l'éclatement de la bulle spéculative au début des années quatre-vingt-dix, la consommation fléchirait sous l'influence des effets de richesse négatifs. Entre 1986 et 1990, c'est-à-dire avant l'éclatement de la bulle, les ménages ont réalisé des plus-values d'une valeur globale de presque 1 200 milliards de yens (200 milliards de yens sur les biens mobiliers et 1 000 milliards sur les biens fonciers). Entre 1990 et 1992, ils ont accusé des moins-values de 400 milliards de yens. L'analyse de la consommation par types de ménage révèle que les moins-values sur les actifs mobiliers

5. Nous pouvons démontrer que dans les années quatre-vingt-dix, la consommation a été *exceptionnellement* faible selon des critères historiques. Voir le tableau 2 de Motonishi et Yoshikawa (1999).

ont *bien* exercé un effet de richesse négatif sur la consommation des retraités et d'une partie des travailleurs indépendants, qui étaient les principaux détenteurs d'actions. Cependant, ces ménages ne représentent que 12 % de la population.

En fait, c'est sur les placements fonciers qu'a porté l'essentiel des plus-values puis des moins-values. Comme on peut s'en douter, la plupart des terrains détenus par les ménages sont indissociables de leur logement. Par conséquent, dans la mesure où le logement et les autres biens de consommation sont difficilement substituables et où les terrains et le logement sont indissociables, il n'est pas surprenant ni irrationnel, comme on aurait pu le penser, que la plupart des ménages aient conservé leur logement et maintenu leur consommation pratiquement au même niveau en dépit de l'ampleur des moins-values et plus-values potentielles. Si le logement et les autres biens de consommation se substituaient plus facilement et si les terrains étaient divisibles, devant la perspective de réaliser une plus-value conséquente, les ménages auraient vendu une partie de leur terrain et accru leur consommation d'autres types de biens. Ils ne l'ont pas fait pour la raison indiquée plus haut. En résumé, les plus-values et moins-values sur les actifs mobiliers et fonciers n'ont que marginalement affecté la consommation des ménages. À l'aide d'auto-régressions vectorielles, Bayoumi (1999) montre que les effets du prix des terrains sur la production disparaissent eux aussi en grande partie lorsqu'il ajoute les prêts bancaires comme variable explicative, et il en conclut que les effets de richesse « purs » sont relativement limités.

Parmi les facteurs qui ont contribué à l'extrême modicité de la consommation, il faut citer l'insécurité de l'emploi. On sait que par le passé, le Japon jouissait d'un taux de chômage très faible au regard de la situation internationale. Dans les années quatre-vingt, alors que le taux de chômage atteignait 10 % dans de nombreux pays de l'UE, il ne dépassait pas les 2 % au Japon (TABLEAU 2). Ce phénomène s'explique par plusieurs raisons. Grâce au système de primes et à la coordination des négociations salariales à l'échelle de l'économie (principe du *Shunto*, ou « offensives salariales de printemps »), les salaires sont, semble-t-il, plus flexibles au Japon que dans les autres pays<sup>6</sup>. Par ailleurs, les ajustements nécessaires de la main-d'œuvre s'opèrent par un changement du nombre d'heures de travail par employé plutôt que par un changement du nombre de travailleurs. Du côté de l'offre, on note des fluctuations cycliques importantes du taux d'activité. Lorsque les travailleurs dits « marginaux » (souvent des femmes) perdent leur emploi en période de récession, ils ont tendance non pas à s'inscrire au chômage mais à quitter le marché du travail. Cette combinaison de facteurs explique que le chômage soit resté faible<sup>7</sup>.

Toutefois, la profonde récession des années quatre-vingt-dix a radicalement modifié la structure du marché du travail japonais. Fait remarquable, adhérant au slogan de « la restructuration à tout va », les entreprises se sont résolues à licencier des employés. Le TABLEAU 2 montre que le nombre de personnes ayant involontairement perdu leur emploi a plus que triplé entre 1992 et 1999. À l'automne 1997, de grandes institutions financières telles que la Hokkaido Takushoku Bank et la Yamaichi Security ont déposé le bilan, annonçant clairement que le fameux modèle de « l'emploi à vie » à la japonaise avait vécu. En bonne logique, l'insécurité de

6. Taylor (1989), par exemple, insiste sur l'importance du *Shunto* dans la flexibilité salariale au Japon.

7. Pour plus de détails, voir Yoshikawa (1995), chapitre 5.

TABLEAU 2

## L'évolution du chômage au Japon

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1999*
Taux de chômage (en %)	2,2	2,5	2,9	3,2	3,4	3,4	3,9	4,8
Nombre de chômeurs (en milliers)	1 420	1 660	1 920	2 100	2 250	2 300	2 770	3 390
Chômage involontaire	320	410	500	550	590	540	740	1 060
Chômage volontaire	610	690	780	830	870	950	1 060	1 070
Nouveaux jeunes diplômés	60	70	90	110	130	120	260	300
Autres	360	390	450	500	550	590	630	820

\* 1998 et 1999, chiffres de mars et non la moyenne annuelle.

Source : Statistics Bureau, Management and Co-ordination Agency, *Monthly Report on the Labour Force Survey*.

l'emploi a affecté la consommation, dont le niveau a même baissé en 1998. Ce phénomène sans précédent s'explique par la montée brutale du chômage, et en particulier du chômage involontaire. Nakagawa (1999) démontre que l'incertitude entourant l'avenir du régime de retraite public a également nui à la consommation.

Outre les facteurs importants que sont la formation de capital fixe et la consommation, d'autres paramètres relativement mineurs mais non négligeables expliquent la stagnation de l'économie japonaise. Par exemple, le brusque essor des importations en 1994-96 a empêché l'économie affaiblie de se reprendre. Les importations sont beaucoup plus cycliques au Japon que dans d'autres pays comme les États-Unis (Yoshikawa, 1993). Toutefois, la progression des importations entre 1994 et 1996 (12 % de croissance moyenne en rythme annuel) a été anormalement élevée, même selon les critères japonais, ce qui dénote un accroissement durable de la propension à importer durant cette période.

Certains économistes tels que McKinnon et Ohno (1997) attribuent la stagnation de l'économie japonaise à la vigueur du yen. Toutefois, l'appréciation de la monnaie japonaise, qui est passée d'un taux de 240 yens pour un dollar en 1985 à un taux de 120 yens pour un dollar en 1988, a résulté essentiellement de la forte croissance de la productivité dans le secteur des exportations ; par conséquent, le taux de change a suivi la parité de pouvoir d'achat en ce qui concerne les biens échangeables<sup>8</sup> (Yoshikawa, 1990). L'appréciation du yen ne peut donc pas être tenue pour le principal responsable de la stagnation économique<sup>9</sup>. En fait, les

8. En revanche, l'appréciation du yen a entraîné une divergence importante entre le prix intérieur et le prix international des biens *non échangeables* tels que les services.

9. McKinnon et Ohno (1997), cependant, affirment que la cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie japonaise a été « la crainte de voir le yen monter indéfiniment » et que la solution clé résidait dans l'introduction d'un système de parité ajustable. Leur théorie repose sur l'hypothèse qui voudrait que les fluctuations des taux de change soient la cause de tous les maux. Ils attribuent même la baisse du taux de croissance survenue au début des années soixante-dix à la disparition du système de Bretton Woods et à la flexibilité des taux de change. Or, tout au moins en ce qui concerne l'économie japonaise, la contribution des exportations nettes (activité on ne peut plus exposée au taux de change) à la croissance a été beaucoup plus *élevée* dans les années soixante-dix et quatre-vingt, période de flexibilité des taux de change, que dans les années cinquante et soixante lorsque le taux de change était fixe (Yoshikawa, 1995, chapitre 2).

McKinnon et Ohno insistent sur les risques de déséquilibres entre monnaies (c'est-à-dire de déviations par rapport à la PPA) qu'induisent les régimes de taux de change flexibles. De tels déséquilibres ont bien eu lieu, mais dans le cas de l'économie japonaise, ils se sont surtout manifestés par la surévaluation du dollar ou la *sous-évaluation* du yen pendant la présidence de Ronald Reagan dans les années quatre-vingt. La thèse du défaut d'alignement n'est donc pas compatible avec « la crainte de voir le yen monter indéfiniment ».

exportations ont été la composante la plus stable du PIB dans les années quatre-vingt-dix, sauf en 1998 – mais au cours de cette année, c'est la crise asiatique et non pas l'appréciation du yen qui a affecté les exportations.

En résumé, la faiblesse de l'investissement est le principal facteur à l'origine de la longue stagnation de l'économie japonaise pendant les années quatre-vingt-dix. Le deuxième responsable est le déclin de la consommation, auquel est venue s'ajouter la hausse des importations entre 1994 et 1996. Nous allons maintenant examiner les paramètres qui ont affecté l'investissement – difficultés financières, politique monétaire et budgétaire et autres problèmes plus « structurels ».

## La politique monétaire et le resserrement du crédit de 1997-98

Selon une opinion largement répandue, la politique monétaire serait responsable de la bulle spéculative de la fin des années quatre-vingt et de la stagnation qui a suivi dans les années quatre-vingt-dix<sup>10</sup>. D'après cette théorie, la faiblesse des taux d'intérêt dans les années quatre-vingt aurait généré des bulles spéculatives, et le relèvement consécutif du prix des terrains aurait permis à des entreprises manquant de liquidités de réaliser des investissements excessifs, grâce à l'appréciation des collatéraux. Pour la même raison, mais cette fois dans le sens inverse, l'effondrement du marché des actifs aurait provoqué une stagnation de l'investissement dans les années quatre-vingt-dix. Même si cette théorie « standard » contient une part de vérité, elle ne résiste pas longtemps à une analyse approfondie.

Un certain nombre d'études font apparaître une relation étroite entre des variables réelles telles que l'investissement et le PIB réel d'une part, et le prix des actifs (en particulier des actifs fonciers) d'autre part. Sachant que le prix des actifs et le PIB ont augmenté et baissé à peu près en parallèle, ce constat n'est guère surprenant. Il reste maintenant à l'expliquer. La plupart des auteurs ont conclu que la variation du prix des actifs avait affecté l'investissement des entreprises en difficulté financière en modifiant la valeur des collatéraux ; par exemple, le prix des terrains joue un rôle important dans les fonctions d'investissement d'Ogawa & al. (1996) et d'Ogawa et Suzuki (1998). Bayoumi (1999) déduit également de ses auto-régressions vectorielles que la variation du prix des terrains a largement contribué à l'accroissement de l'écart de production pendant la période de bulle spéculative, puis à son déclin. Kiyotaki et Moore (1997) proposent un modèle théorique qui corrobore ce type d'interprétation.

Ce n'est pourtant pas exactement ce qui s'est produit au Japon à la fin des années quatre-vingt et dans les années quatre-vingt-dix. Pendant la période de bulle spéculative, on a cru (à tort, peut-on affirmer rétrospectivement) que les secteurs gros consommateurs d'espace, tels que les complexes touristiques et les

(Suite de la note 9) Enfin, ces auteurs avancent que pour répondre à l'appréciation du yen, la banque centrale assouplit la politique monétaire dans un premier temps, mais qu'elle la resserre à moyen terme à des fins déflationnistes. Cette affirmation contredit tout simplement les faits. Suite à l'appréciation du yen, la Banque du Japon adopte une politique monétaire souple non seulement à court terme mais aussi à moyen terme. Finalement, ces auteurs ne parviennent pas à donner une explication convaincante de la stagnation des années quatre-vingt-dix.

10. Pour avoir un aperçu de la politique monétaire japonaise pendant cette période, on pourra se référer à Cargill, Hutchison et Ito (1997).



immeubles de bureaux à Tokyo, généreraient à l'avenir d'importants bénéfices. Ces anticipations erronées ont fait exploser le prix des terrains tout en incitant les entreprises à investir dans le patrimoine foncier. Les investisseurs ont financé ces achats avec des prêts bancaires, et les banques, convaincues que le prix des terrains continuerait de monter, ont souvent accordé une valeur de nantissement supérieure à 100 % (!) aux terrains que les entreprises venaient d'acheter. Ainsi, les entreprises ont pu emprunter sans avoir aucun bien à proposer en collatéral aux banques (si ce n'est les terrains qu'elles ne possédaient pas encore). Cette explication est très différente de la théorie standard décrite ci-dessus, en vertu de laquelle c'est l'augmentation du prix des terrains dont elles étaient *déjà* propriétaires qui a permis aux entreprises manquant de liquidités d'emprunter pour financer leurs investissements. En fait, une seule et même raison explique la hausse du prix des terrains *et* l'essor prodigieux des investissements en terrains : les erreurs d'anticipation quant à la rentabilité future des complexes touristiques et des immeubles de bureaux à Tokyo ; en bref, c'est l'allocation erronée du capital qui est la cause première de ce double phénomène.

Lorsque la bulle spéculative a éclaté, le prix des actifs a chuté et, dans le même temps, les investissements ont décliné. Mais encore une fois, il ne faut pas nécessairement en déduire que la baisse du prix des actifs a fait chuter l'investissement par le biais d'une dépréciation des collatéraux. Par exemple, les investissements des grandes et des petites entreprises ont baissé à peu près dans les mêmes proportions pendant la récession de 1992-94. Or, comme on le sait, les grandes entreprises ne financent pas leurs investissements par l'emprunt bancaire mais en émettant des obligations (convertibles ou non) ou en augmentant leur capital. Ces entreprises ne connaissent pas de difficultés financières ; par conséquent, la thèse de la dépréciation des collatéraux ne tient pas dans leur cas. Aussi faut-il procéder à une analyse minutieuse pour déterminer par quel biais la baisse du prix des actifs a affecté l'investissement dans les années quatre-vingt-dix. Ce problème a été amplement débattu au Japon, notamment sous l'angle des problèmes de prêts irrécouvrables qu'a générés l'effondrement du prix des terrains. La question est de savoir si les prêts irrécouvrables ont affecté l'investissement, et si oui, de quelle manière.

Le taux du marché monétaire (ou taux au jour le jour), principal instrument de la politique monétaire au Japon, a été maintenu au niveau élevé de 7,5 % en 1990-91 (TABLEAU 3). Après que l'indice boursier ait atteint son niveau maximum à la fin 1989, en cotant 38 915, il est tombé à 18 000 en 1992. Au cours de cette année les prix immobiliers ont aussi commencé à chuter à leur tour et l'économie est entrée clairement en récession. La Banque du Japon avait déjà ramené le taux d'escompte de 6,0 % à 5,5 % en juillet 1991 ; après cinq réductions successives, celui-ci n'était plus que de 3,25 % en juillet 1992.

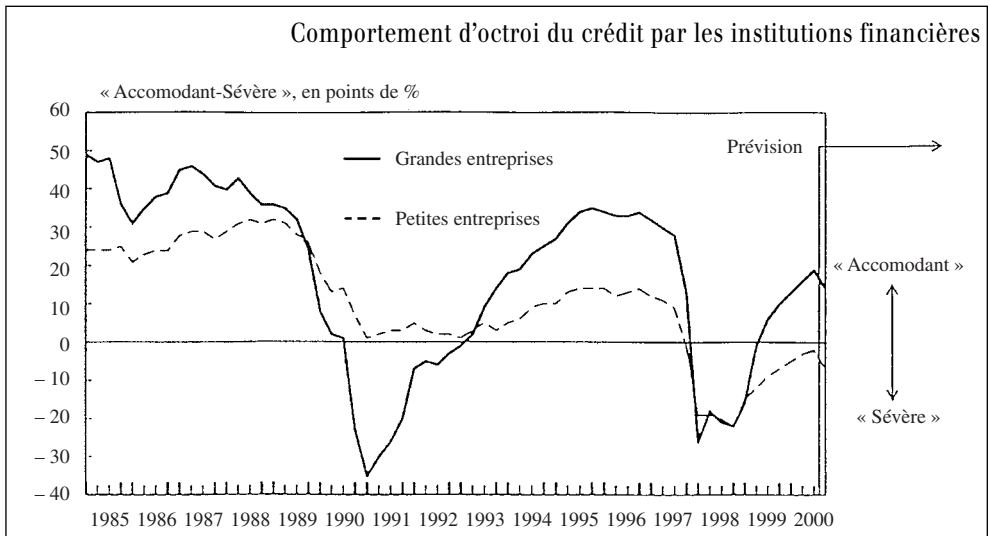
Malgré de nouvelles baisses des taux d'intérêt en 1993-94, l'économie ne s'est guère redressée. Le taux de croissance annuel de la masse monétaire (M2+CD), qui atteignait 12 % en 1990, est tombé à zéro en 1992. Sachant que ce ralentissement de la croissance de la masse monétaire est principalement imputable à l'important recul des prêts bancaires, c'est ce dernier phénomène qu'il faut chercher à expliquer. Bayoumi (1999) parvient à la conclusion que les prêts bancaires ont joué un rôle plus déterminant que le prix des terrains dans l'écart de production, ce qui corrobore selon lui l'hypothèse de la désintermédiation financière. Il maintient que « les banques sous-capitalisées ont réagi à la baisse du prix des



actifs et aux autres pressions exercées sur leur bilan en réduisant leur prêts, afin de respecter les normes de fonds propres. » Certains économistes japonais ont formulé la même explication, mettant la faiblesse de l'investissement au compte du resserrement du crédit. Or, comme le montre le TABLEAU 3, les taux d'intérêt n'ont pas cessé de baisser en 1991-93 ; et s'il y avait eu un resserrement du crédit, les taux auraient monté. Il faut donc en conclure que le déclin marqué des prêts bancaires entre 1991 et 1993 a résulté principalement de l'infléchissement de la courbe de la demande (une baisse de la demande de prêts bancaires) et non pas d'un redressement de la courbe de l'offre (un resserrement du crédit ou une restriction de l'offre de prêts bancaires). Comme on le voit sur le GRAPHIQUE 1, qui représente l'indice de diffusion de « l'attitude des institutions financières au regard des prêts » (publié par la Banque du Japon dans le cadre du *Tankan*, enquête économique à court terme sur les entreprises), l'attitude des banques en matière de prêt s'est assouplie entre 1992 et 1995 à la faveur des réductions successives du taux du marché monétaire<sup>11</sup>. La prime de risque privé, définie comme la différence entre le taux des prêts à long terme et le taux des obligations d'État à dix ans, a également baissé durant cette période (TABLEAU 3). En résumé, les effets de la baisse du prix des terrains, puis des prêts irrécouvrables, sur les prêts bancaires n'ont pas été significatifs pendant la récession de 1992-94. Woo (1999) parvient à la même conclusion en examinant des données bancaires.

L'économie s'est quelque peu rétablie en 1994-96. L'assouplissement de la politique monétaire aidant, le taux au jour le jour avait poursuivi son déclin ; en

GRAPHIQUE 1



11. Gibson (1995) conclut que même si les investissements d'une entreprise sont sensibles à la santé financière de la banque principale de cette dernière, les problèmes du secteur bancaire ont eu peu d'effets sur l'investissement global en 1991-92.

TABLEAU 3

L'évolution des taux d'intérêt japonais					En %
	Taux d'appel Banque du Japon	Taux sur les obligations d'Etat à 10 ans	Taux d'emprunt à long terme	Prime de risque long terme- court terme	Prime de risque privé-public
	(1)	(2)	(3)	(2)-(1) (4)	(3)-(2) (5)
1990	7,4	6,8	8,1	- 0,6	1,3
1991	7,5	5,8	6,9	- 1,7	1,1
1992	4,7	4,8	5,5	0,1	0,7
1993	3,1	3,5	3,5	0,4	0,0
1994	2,2	4,6	4,9	2,4	0,3
1995	1,2	2,9	2,6	1,7	- 0,3
1996	0,5	2,8	2,5	2,3	- 0,3
1997	0,5	2,0	2,3	1,5	0,3
1998	0,3	1,0	2,2	0,7	1,2
1999	0,03	1,8	2,3	1,8	0,5

revanche, le taux d'intérêt à long terme avait cessé de baisser, d'où un accroissement de la prime de risque associée à l'échéance du contrat (colonne 4 du TABLEAU 3). Ce phénomène est en fait logique en période de reprise économique. En 1996, le taux de croissance du PIB réel a atteint un niveau tout à fait honorable de 5,1 %. Dans ce climat de reprise, le ministre des Finances a décidé de resserrer la politique budgétaire pour 1997. Nous verrons *infra* pourquoi cette mesure n'a pas été opportune ; pour l'instant, concentrons-nous sur la politique monétaire et le secteur bancaire.

Les créances irrécouvrables induites par la baisse du prix des terrains avaient affecté la gestion bancaire, quand bien même elles n'avaient pas eu d'effets significatifs sur l'activité de prêt en 1992-93. Parallèlement, du fait de la baisse des valeurs boursières, il devenait difficile pour les banques japonaises de respecter les normes de fonds propres de la BRI. Une nouvelle loi a donc été adoptée en avril 1996, qui permettait aux autorités d'intervenir auprès de toute banque menacée de tomber en deçà du ratio de la BRI. Cette nouvelle mesure devait entrer en vigueur en avril 1998. En mars 1997, le ministère des Finances a précisé les critères d'adéquation des fonds propres pour les banques. Cette initiative, quoique intrinsèquement correcte, a été prise au pire moment. Soucieuses d'accroître rapidement leur ratio capital/actif, les banques ont réduit leurs actifs au minimum en restreignant leur activité de prêt. À l'automne, de grandes institutions financières telles que la Yamaichi Security et la Hokkaido Takushoku Bank ont fait faillite, entraînant cette fois un véritable resserrement du crédit. On voit sur le GRAPHIQUE 1 que l'indice de diffusion du *Tankan* s'est brusquement détérioré pendant cette période, alors même que les efforts de la banque centrale sont allés dans le sens d'un assouplissement de la politique monétaire <sup>12</sup>.

12. Normalement, l'indice du *Tankan* se dégrade en période de rigueur monétaire et s'améliore en période d'assouplissement.

Quelle a été l'incidence de ce resserrement du crédit ? Motonishi et moi-même avons évalué son impact macroéconomique en estimant séparément les fonctions d'investissement des petites et des grandes entreprises des secteurs manufacturier et non manufacturier. Nous avons utilisé les données du *Tankan* comme variables explicatives. Le *Tankan* calcule un indice de diffusion qui reflète le niveau d'activité dans les entreprises (ou la surcapacité) et les contraintes d'accès au crédit auxquelles elles sont confrontées (représentées sur le GRAPHIQUE 1) ; par conséquent, il nous est utile pour estimer l'effet du resserrement du crédit sur l'investissement. Comme prévu, les contraintes d'accès au crédit ont eu un effet mineur sur l'investissement des grandes entreprises et un effet majeur sur celui des petites entreprises, en particulier dans le secteur non manufacturier. Selon nous, en restreignant l'investissement, le resserrement du crédit a ralenti la croissance du PIB réel de 1,3 point de pourcentage (Motonishi & Yoshikawa, 1999). Nous n'avons tenu compte que de la formation de capital fixe, mais les deux tiers des prêts bancaires financent les coûts de fonctionnement et les investissements en stocks. Nous pouvons donc raisonnablement penser que le resserrement du crédit est responsable, au minimum, de la moitié des  $-2,5\%$  de croissance du PIB réel en 1998. La modicité des taux d'intérêt n'a été d'aucun secours.

La nouvelle récession a obligé la banque centrale à baisser encore un peu plus ses taux d'intérêt. Le taux du marché monétaire a atteint  $0,3\%$  en 1998, puis  $0,03\%$  en 1999. Si l'on retranche les coûts de transaction, on obtient un taux d'intérêt nominal de  $0\%$ , ce qui est le minimum absolu. La Banque du Japon a ainsi perdu l'instrument traditionnel de sa politique monétaire. Les économistes ont commencé à se demander comment la politique monétaire allait pouvoir influencer sur l'économie avec un taux d'intérêt nul. Paul Krugman affirme qu'avec un taux d'intérêt nominal nul, l'économie japonaise est prise dans une trappe à liquidité, et que la banque centrale doit créer des anticipations inflationnistes pour faire baisser le taux d'intérêt réel et extraire l'économie de cette trappe (Krugman, 1998). Cette proposition a été amplement discutée parmi les économistes japonais. Si certains y sont favorables, je suis pour ma part extrêmement réservé.

Premièrement, le modèle de Krugman présuppose que la demande est élastique par rapport au taux d'intérêt. Or, l'un des problèmes majeurs rencontrés par les autorités monétaires japonaises durant les années quatre-vingt-dix a tenu au fait que la demande – en particulier l'investissement – était faiblement élastique par rapport au taux d'intérêt. En fait, l'économie japonaise ne s'est pas immédiatement trouvée prise dans la « trappe » du taux d'intérêt nul. Le TABLEAU 2 montre qu'en 1992, le taux du marché monétaire était encore de  $4,7\%$  et qu'il n'est tombé à zéro qu'en 1999. La faiblesse des taux d'intérêt, combinée à des avantages fiscaux, a stimulé les investissements dans le secteur du logement mais n'a pas véritablement relancé la formation de capital fixe. C'est là le principal handicap qu'ait connu le Japon. Le surendettement et l'incertitude croissante sont peut-être responsables de cette faible élasticité-intérêt de l'investissement. Aoki (1998) présente un modèle théorique d'où il ressort que l'incertitude croissante piège l'économie dans un équilibre « bas ». En se fondant sur l'élasticité-intérêt aux États-Unis, Krugman calcule que des anticipations inflationnistes de  $3-3,75\%$  devraient suffire pour combler un écart de production de  $5\%$ . Au Japon, toutefois, compte tenu de la faible élasticité de la demande dans les années quatre-vingt-dix, il faudrait une inflation anticipée de  $30\%$  pour parvenir au même résultat !

En outre, dans le modèle de Krugman, l'avenir n'est pas le scénario de trappe à liquidité, et la théorie quantitative simpliste de la monnaie reste valide dans le futur ; les prix sont donc proportionnels à la masse monétaire. Dans ces conditions, la banque centrale n'a aucun mal à créer les anticipations inflationnistes voulues, même s'il n'y a pas d'inflation au moment présent. Il lui suffit de faire en sorte que le public croit *maintenant* que la masse monétaire va augmenter dans des proportions suffisantes pour générer de l'inflation à *l'avenir*. Toutefois, dans la réalité, le principal déterminant de l'inflation anticipée est l'inflation *observée* au moment présent. Quoique puisse faire la banque centrale, personne n'anticipera d'inflation si l'économie traverse une phase de déflation. Bien entendu, si la Banque du Japon achète non seulement des obligations à long terme et des actions mais aussi des terrains, de l'acier, du cuivre et que sais-je encore, elle générera assurément de l'inflation – effective et anticipée. Mais loin de sauver l'économie, cette action ne ferait que l'enfoncer. La pertinence et l'efficacité de la proposition de Krugman sont donc très incertaines.

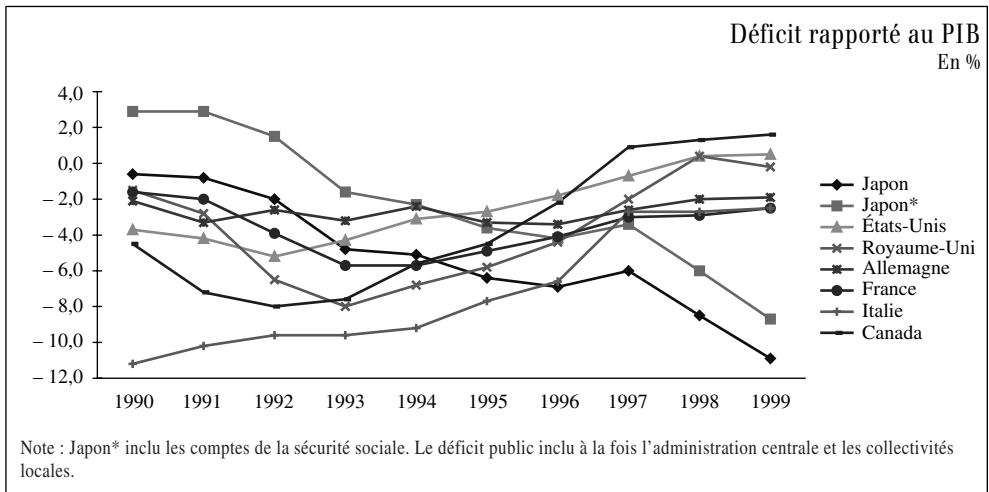
Comme indiqué plus haut, le problème fondamental du Japon est la faible élasticité de l'investissement par rapport au taux d'intérêt. Le resserrement du crédit de 1997-98 mis à part, l'investissement a stagné à cause d'un manque de rentabilité et d'une incertitude croissante, le manque de rentabilité résultant lui-même d'une affectation erronée du capital. Avant d'aborder ce problème, examinons la politique budgétaire qui a un rapport étroit avec la mauvaise allocation des ressources.

## L a politique budgétaire

La politique budgétaire menée dans les années quatre-vingt-dix n'a rien à voir avec celle des années quatre-vingt. En 1980, après les deux chocs pétroliers des années soixante-dix, l'ampleur du déficit budgétaire du Japon était devenue très préoccupante. Le financement de la dette absorbait un tiers du budget et l'encours de la dette s'élevait à 70 000 milliards de yens. Dans les années quatre-vingt, le ministère des Finances n'a plus eu d'autre objectif que d'équilibrer le budget. L'œil fixé sur le « déficit plafond » à ne pas dépasser, il est effectivement parvenu à réduire les dépenses. Enfin, grâce à l'accroissement des recettes fiscales pendant la période de bulle spéculative, l'objectif d'équilibre a pu être à peu près atteint en 1990. Cette année-là, le Japon a obtenu l'un des ratios déficit/PIB les plus faibles parmi les principaux pays de l'OCDE (GRAPHIQUE 2) ; si les comptes de la sécurité sociale sont pris en considération, le budget apparaît en fait excédentaire.

Cependant, lorsque la récession s'est aggravée au début de 1992, le gouvernement a adopté une politique d'expansion budgétaire, et les déficits se sont creusés. En 1999, le ratio déficit/PIB a atteint 10,9 %, un niveau équivalent à celui de l'Italie au début des années quatre-vingt-dix. Toutefois, à l'inverse du Japon, l'Italie est parvenue à redresser sa situation à la fin de la décennie pour satisfaire les critères de Maastricht. En fait, l'aggravation progressive de la situation budgétaire du Japon au cours des années quatre-vingt-dix offre un contraste saisissant avec la tendance observée dans les autres pays de l'OCDE.

GRAPHIQUE 2



Source : OCDE (1999), *Economic Outlook*, n° 65, juin.

Face à ces chiffres, comment évaluer la politique budgétaire du Japon dans les années quatre-vingt-dix ? Les plus pessimistes considèrent qu'il s'agit purement et simplement d'un échec, car elle n'a pas généré de croissance soutenue. Le TABLEAU 1 indique la contribution de la politique budgétaire à la croissance (colonne « Investissement public »). On voit que les dépenses budgétaires ont soutenu la croissance en 1992, 1993 et 1996. En l'absence d'une politique budgétaire expansionniste, l'économie japonaise aurait sans doute connu une croissance négative en 1993. Posen (1998) va jusqu'à affirmer que la reprise de 1995-96 est imputable à la politique d'expansion budgétaire. Posen surestime le rôle de cette dernière car manifestement, la formation de capital fixe a été le principal déterminant de la reprise de 1995/96 ; or, la relance de l'investissement ne peut pas être directement liée à l'expansion budgétaire. On peut néanmoins supposer que sans la politique budgétaire expansionniste de 1992-93, la récession se serait prolongée avec des taux de croissance négatifs, et que la reprise de 1995-96 n'aurait pas été possible. En ce sens, l'expansion budgétaire a contribué à la reprise de 1995-96.

Rassuré par les 5 % de croissance enregistrés en 1996, le ministre des Finances est reparti à la conquête du sacro-saint équilibre budgétaire. De nombreux économistes font observer que le relèvement de la taxe à la consommation (valeur ajoutée) de 3 à 5 % et la hausse des cotisations sociales, d'un montant global de 9 000 milliards de yens, ont freiné la consommation et déclenché la récession de 1997-98. Néanmoins, le resserrement budgétaire n'a pas seulement porté sur le volet recettes. Le TABLEAU 1 montre que l'investissement public a fortement diminué en 1997 ; sa contribution est passée de 0,8 % (1996) à -0,9 % (1997), ce qui signifie que la réduction de l'investissement public a, à elle seule, retranché 1,7 point à la croissance du PIB réel. C'est la restriction des recettes et des dépenses budgétaires qui a déclenché la récession de 1997-98.

En l'an 2000, la politique budgétaire ne permet guère d'être optimiste. Le déficit actuel n'est pas soutenable à moyen terme, le solde primaire est déficitaire

et la dette publique s'élève à 327 000 milliards de yens, ce qui représente environ dix millions de yens par famille de quatre personnes – soit près de deux fois plus que son revenu annuel moyen, de 6 millions de yens. Mais au-delà de l'ampleur de la dette et des déficits actuels, les considérations d'efficience et d'équité qui sous-tendent ces déficits sont de plus en plus remises en question. Dans chaque économie, les finances publiques impliquent des transferts de revenu entre les ménages et les entreprises ; ces transferts sont l'une des finalités principales des finances publiques et ne sont donc pas critiquables en soi.

Pour comprendre les difficultés du pays, il faut avoir à l'esprit que l'économie japonaise comprend *grosso modo* deux secteurs : l'un constitué d'entreprises manufacturières très efficaces, et l'autre de petites entreprises inefficaces et de travailleurs indépendants, qui exercent souvent une activité non manufacturière telle que l'agriculture. Le système politique existant assure des transferts de revenus significatifs de la première catégorie vers la seconde par le biais des dépenses publiques, des impôts et des cotisations de sécurité sociale.

Une partie des dépenses publiques sont jugées totalement inefficaces, au point d'être assimilées à des « gouffres », et semblent avoir pour seul objectif d'assurer la survie d'entreprises déficitaires. Le secteur du bâtiment est un exemple typique. En vertu de la législation, les petites entreprises doivent recevoir un certain quota de commandes publiques (lesquelles dépassent 30 000 milliards de yens ou 6 % du PIB). De nombreuses petites entreprises cèdent ces commandes à des entreprises plus importantes (en d'autres termes, elles « vendent » leurs contrats avec l'État). En 1985, par exemple, il y avait au Japon 520 000 entreprises de bâtiment, dont 99,9 % étaient de très petite taille. Sur ce total, 250 000 entreprises seulement exerçaient effectivement une activité de construction ! L'agriculture constitue un autre exemple. Les dépenses publiques consacrées à l'agriculture ont absorbé 4,2 % du budget de 1999 et représentent près de la moitié de la valeur ajoutée réalisée par ce secteur. Ces dépenses inefficaces sont faites au détriment d'investissements autrement plus utiles dans les infrastructures des grandes villes et dans les nouvelles technologies telles que l'informatique.

La ventilation des investissements publics s'est considérablement modifiée entre la période de forte croissance des années soixante et la fin des années soixante-dix. Toutefois, depuis le début des années quatre-vingt, elle n'évolue plus guère en dépit du fait que le réseau routier est pratiquement saturé et que la part de l'agriculture dans l'économie décline régulièrement. Pendant les années soixante, l'investissement public a exercé un puissant « effet d'attraction » sur l'investissement privé<sup>13</sup>. À l'inverse, au cours des vingt dernières années, les investissements publics ont été gaspillés et ont peu contribué à accroître la rentabilité des investissements privés, d'où un effet d'attraction très réduit ; en fait d'investissements, ces dépenses se sont plutôt assimilées à des transferts de revenu discutables au profit de secteurs inefficaces.

D'autres problèmes ont contribué à l'inefficience des transferts de revenu. Les graves défaillances du système fiscal en font partie. Prenons l'exemple de l'impôt

13. Par exemple, aux alentours de 1960, le Japon a décidé d'abandonner le charbon comme principale source d'énergie au profit du pétrole. Les investissements publics ont été nécessaires pour mener à bien cette transition. Comme on l'imagine aisément, ils ont largement stimulé l'investissement privé et généré une demande effective.

sur le revenu des personnes, qui représente 20 % des recettes fiscales. Dans le cas des salariés, cet impôt est prélevé directement à la source. En revanche, pour les travailleurs indépendants, qui doivent déclarer les gains perçus, les revenus sont souvent largement sous-estimés. Ce problème existe dans tous les pays mais il est particulièrement aigu au Japon. On estime que les travailleurs indépendants n'y déclarent que 50 % de leurs revenus. Aussi l'impôt sur le revenu est-il acquitté de manière disproportionnée par les salariés : 85 % de ces derniers s'y soumettent, contre 45 % des travailleurs indépendants dans les secteurs non agricoles et 14 % des agriculteurs<sup>14</sup>.

Le problème n'est pas limité à l'impôt sur le revenu des personnes. Que l'économie soit en expansion ou en récession, deux tiers environ des « corporations » déclarent des pertes et ne paient pas d'impôt sur les bénéfices. La plupart d'entre elles sont de petites entreprises inefficaces qui opèrent le plus souvent dans les secteurs non manufacturiers. L'impôt sur les bénéfices est donc acquitté principalement par les grandes entreprises.

Dans l'ensemble, les déficits publics profitent largement au secteur inefficace de l'économie japonaise, composé des travailleurs indépendants, des petites entreprises et de l'agriculture, aux dépens du secteur efficace qui englobe les grandes entreprises et les salariés. Les 100 000 milliards de yens dépensés par le secteur public dans les années quatre-vingt-dix n'ont pas été affectés aux investissements infrastructurels qui s'imposaient et ont donc très peu contribué à améliorer la rentabilité du secteur privé.

## L a cause fondamentale de la stagnation

En dépit d'une mini-reprise en 1995-96, le taux de croissance moyen de l'économie japonaise dans les années quatre-vingt-dix n'a pas dépassé 1 %. Les taux d'intérêt, historiquement bas, et toute une série d'incitations budgétaires n'ont pas suffi pour que l'économie renoue avec une forte croissance. Comment expliquer ce phénomène ? Quelle est la cause fondamentale de cette longue stagnation ?

Parmi les thèses avancées, l'une, très influente, se concentre sur les tendances démographiques. La société japonaise connaît un vieillissement rapide. La population devrait augmenter jusqu'en 2004 puis décliner de 6,8 % pendant les 25 prochaines années. La part des individus âgés de 65 ans révolus dans la population totale va atteindre un tiers, soit presque deux fois leur part actuelle. La population active, quant à elle, devrait décliner de 0,6 % par an au cours des 25 prochaines années (entre 2000 et 2025). Or, si la population active diminue, la croissance de l'économie ne peut que ralentir. Anticipant cette tendance, les entreprises com-

14. En 1999, pour encourager la consommation, le gouvernement a distribué des bons de consommation d'une valeur globale de 700 milliards de yens et d'une validité de quelques mois. Les instigateurs de cette mesure pensaient que des coupons à durée limitée encourageraient la consommation, alors que les réductions d'impôt risquaient de favoriser uniquement l'épargne. Il apparaît après coup que ce raisonnement était naïf car les bons pouvaient simplement se substituer aux espèces et aux autres moyens de paiement, et donc ne pas entraîner de hausse des dépenses de consommation. En ce sens, les bons de consommation sont équivalents à une réduction d'impôt. Il y a néanmoins une différence entre les deux. Les avantages fiscaux profitent à ceux qui paient des impôts. Or, on sait que relativement peu de travailleurs indépendants acquittent l'impôt sur le revenu. On comprend donc que les élus qui comptent sur les suffrages des travailleurs indépendants soient plus favorables aux bons, même si ceux-ci répondent à une logique erronée !



mentent à ajuster leur stock de capital en réduisant leurs investissements. D'après cette théorie, le déclin de la population active est responsable d'un recul du taux de croissance potentiel de l'économie japonaise de 4 % à 2 ou 1,5 %<sup>15</sup>. C'est la raison fondamentale pour laquelle le taux de croissance n'a pas dépassé 1 % en dépit de politiques budgétaires et monétaires expansionnistes. Le *Livre blanc* de 1998 du gouvernement japonais défend ce point de vue (Agence de planification économique, 1998).

Dans ce contexte de vieillissement rapide et de déclin de la population active, l'économie japonaise doit-elle se résigner à une croissance de 1 % ? Pour répondre, il faut examiner les tendances passées. Le TABLEAU 4 procède à l'analyse causale de la croissance de l'économie japonaise. Le taux de croissance moyen du PIB réel se décompose en trois éléments : (i) la contribution du capital, (ii) la contribution de la main-d'œuvre et (iii) le progrès technique ou la productivité totale des facteurs (PTF)<sup>16</sup>. On voit clairement que la main-d'œuvre intervient pour une part relativement faible dans la croissance. Ni la forte croissance des années soixante, ni le ralentissement des années soixante-dix ne sont imputables à la main-d'œuvre. Les facteurs déterminants sont le capital et la PTF. En outre, les économistes constatent que plus de la moitié des salaires servent à rémunérer le capital humain et non pas la « main-d'œuvre brute ». Or, si le déclin de la population active implique une diminution du nombre de travailleurs, il n'entraîne pas nécessairement une régression du capital humain. Par conséquent, la thèse apparemment séduisante selon laquelle la baisse de la population active est synonyme de ralentissement de la croissance est en fait simpliste.

TABLEAU 4

Décomposition de la croissance	En %			
	Années 60	Années 70	Années 80	Années 90
Capital	6,9	3,8	2,8	1,9
Travail	0,4	0,0	0,4	-0,3
PTF*	3,7	0,7	1,0	0,0
Croissance du PIB	11,1	4,5	4,2	1,6

\* PTF : Productivité totale des facteurs, voir Solow (1957).

Source : MITI, *White Paper*, 1998.

Si le déclin de la population active et un ralentissement corrélatif de la croissance potentielle ne sont pas responsables de la stagnation économique, que doit-on incriminer ? Sachant que l'économie stagne depuis maintenant une décennie,

15. Krugman (1998) estime que la tendance démographique a rendu le taux d'intérêt réel d'équilibre négatif, mettant ainsi le pays en difficulté.

16. La contribution du capital (de la main-d'œuvre) correspond au produit de la part relative du capital (de la main-d'œuvre) et du taux de croissance du capital (de la main-d'œuvre). La productivité totale des facteurs est le « résidu », c'est-à-dire la part de la croissance du PIB qui n'est due ni au capital ni à la main-d'œuvre (Solow, 1957).

nous ne sommes pas confrontés à un phénomène de récession cyclique ; c'est plutôt dans la structure de la croissance qu'il faut chercher l'origine de la stagnation. Si l'on se réfère au TABLEAU 4, pour comprendre les médiocres performances de l'économie japonaise pendant les années quatre-vingt-dix, il faut déterminer pourquoi l'accumulation de capital et la PTF ont marqué le pas. Nous devons pour cela revenir à la théorie standard de la croissance. Toutes les théories classiques attribuent la croissance économique aux facteurs d'offre. Dans le modèle de Solow, par exemple, à l'état d'équilibre à long terme, l'accumulation de capital est déterminée par le taux de croissance de la population active ou taux naturel de croissance (Solow, 1956). À court terme (et donc hors de l'état d'équilibre), l'accumulation de capital est également affectée par le taux d'épargne. Tandis que le progrès technique (PTF) est exogène dans le modèle de Solow, il est déterminé de façon endogène dans les modèles dits de croissance « endogène » (Aghion & Howitt, 1998 ; Grossman & Helpman, 1991). La « nouvelle théorie de la croissance » montre clairement que l'effort de R-D a des fondements microéconomiques solides, et ce faisant, parvient à la conclusion que les dotations en facteurs de production affectés à la R-D favorisent l'innovation et la croissance. Qu'elles fassent porter l'accent sur la main-d'œuvre, le taux d'épargne ou les facteurs de production utilisés dans les activités de R-D, les théories de la croissance existantes se focalisent toutes sur les facteurs d'offre.

Même si ces facteurs sont importants pour la croissance économique, ils ne l'expliquent pas complètement. Les paragraphes qui suivent présentent une nouvelle théorie de la croissance qui privilégie le rôle de la demande (Aoki & Yoshikawa, 1999). L'ANNEXE donne davantage de détails sur ce modèle. Dans la littérature standard, les rendements décroissants dans la production ou la R-D sont le principal facteur susceptible de restreindre la croissance économique. Nous suggérons pour notre part que la « saturation de la demande » dans les secteurs où l'économie japonaise est spécialisée constitue un autre facteur important de restriction de la croissance. Dans la littérature non économétrique et non axée sur l'analyse causale, l'idée de « saturation de la demande » est très répandue. En fait, si l'on représente sur un graphique l'évolution de la production d'un bien tel que l'acier ou les automobiles (ou la production de toute industrie donnée) d'année en année, on obtient inmanquablement une courbe en *S*. L'expérience de la diffusion de produits de consommation durables tels que les réfrigérateurs, les téléviseurs, les voitures ou les ordinateurs personnels montre que le ralentissement de la croissance résulte essentiellement de la saturation de la demande, et non pas du rendement décroissant de la technologie. La croissance de la production d'un bien ou d'une industrie donnée ne peut que ralentir dans la mesure où la croissance de la demande, soutenue dans un premier temps, finit par marquer le pas. La célèbre loi de Engel, qui s'applique à la saturation de la demande de denrées alimentaires, vaut également pour d'autres produits.

L'une des implications directes de la croissance en *S* des produits et des industries est que pour rester dynamique, l'économie doit continuellement introduire de nouveaux produits ou activités pour lesquels la demande croît rapidement et allouer le capital aux secteurs en croissance. La PTF ordinaire accélère la croissance en faisant « grimper » la courbe de production. Dans notre modèle, le progrès technique accélère la croissance en favorisant l'émergence d'activités et de produits nouveaux pour lesquels la demande progresse rapide-

ment<sup>17</sup>. Comme nous l'expliquons dans l'annexe, le « progrès technique générateur de demande » ne se fonde pas uniquement sur la R-D mais inclut également les mesures favorisant la croissance de la demande. Notre modèle donne à penser que la cause fondamentale des piètres performances de l'économie japonaise est une demande insuffisante, ou plus précisément une création insuffisante de secteurs et de branches d'activité pour lesquels la demande croît rapidement.

Dans les années cinquante et soixante, trouver une demande suffisante n'était pas un problème pour l'économie japonaise<sup>18</sup>. Cette période de forte croissance s'est achevée au début des années soixante-dix. À bien y réfléchir, c'est à cette époque qu'a commencé à se manifester le problème de la « demande insuffisante ». Par exemple, le rapport entre le nombre de postes à pourvoir et le nombre de demandeurs d'emploi<sup>19</sup>, qui était supérieur à 1 pendant les années soixante, est tombé à 0,6 en 1975 et est resté inférieur à 1 pendant un quart de siècle, sauf pendant la période de 1988-92. Entre 1975 et 1985, le quart des 4 % de croissance a été assuré par les exportations nettes<sup>20</sup>. À cette époque, grâce à son efficacité, le secteur manufacturier pouvait trouver des débouchés à l'étranger. Cependant, les frictions commerciales entre le Japon et les autres pays de l'OCDE se sont exacerbées. Après l'Accord du Plaza en 1985, le yen s'est apprécié par rapport au dollar, le taux de change passant de 240 yens/dollar à 120 yens/dollar. C'est ainsi qu'à la fin des années quatre-vingt, le Japon est entré dans une phase de croissance tirée par la demande intérieure.

Entre la fin des années quatre-vingt et les années quatre-vingt-dix, le Japon n'a pas su allouer les capitaux dans les secteurs qui suscitent une forte croissance de la demande et qui sont donc très rentables. Cette incapacité à profiter de la « révolution de l'informatique » pour générer de nouveaux secteurs et services promis à une forte croissance doit être soulignée. Les erreurs commises par les pouvoirs publics, en particulier le resserrement budgétaire de 1997, et les attermoissements dans la résolution du problème des prêts irrécouvrables ont certainement contribué aux mauvais résultats économiques des années quatre-vingt-dix. Cependant, à mon point de vue, l'incapacité à transformer une demande potentiellement élevée de logements et d'infrastructures pour les grandes villes, et de services liés à l'informatique (entre autres) en demande effective est la cause fondamentale du 1 % de croissance enregistré pendant cette décennie.

H. Y.

17. Nous affirmons qu'en plus d'un accroissement de la productivité totale des facteurs (PTF), ou un « redressement » de la courbe de production, le progrès technique génère une demande supplémentaire. Le fait que la PTF ne rende pas nécessairement compte du progrès technologique a été noté par Wright (1997, p. 1562) :

« Il est tellement habituel d'identifier le « progrès technologique » avec le changement de la productivité totale des facteurs – ou avec le « résidu » dans les analyses causales de la croissance – que de nombreux économistes considèrent les deux termes comme presque synonymes et interchangeables... Or, même si l'on procède à d'importants ajustements qualitatifs, la PTF n'est généralement pas un bon indicateur de la technologie. Si une entreprise, une branche d'activité, un secteur ou un pays connaît un véritable changement de son potentiel technologique, dans tout modèle plausible, ce changement affectera la mobilisation du capital et de la main-d'œuvre dans l'unité concernée. Au nouvel état d'équilibre, les intrants et les extrants auront été modifiés ; le ratio entre ces derniers nous renseigne donc peu – voire pas du tout – sur le changement technologique initial. »

Nous partageons l'avis de Wright. L'économie ne manque pas de mobiliser des ressources et d'accumuler des capitaux dès lors qu'elle découvre des biens ou des secteurs pour lesquels la demande croît rapidement. Le progrès technique crée de tels biens et secteurs et nourrit donc la croissance économique.

18. La structure interne qui a permis à l'économie japonaise de générer une forte demande est expliquée dans le chapitre 2 de Yoshikawa (1995).

19. Au Japon, le rapport entre le nombre de postes à pourvoir et le nombre de demandeurs d'emploi reflète mieux la situation du marché du travail que ne le fait le taux de chômage. J'ai expliqué *supra* pourquoi le taux de chômage avait peu varié.

20. En revanche, pendant les années cinquante et soixante, la contribution moyenne des exportations nettes avait avoisiné zéro. Les 10 % de croissance étaient assurés pour l'essentiel par la demande intérieure.

## ANNEXE

Cette annexe donne une explication succincte de Aoki et Yoshikawa (1999). Dans la littérature standard, le rendement décroissant du capital dans la production et la R-D sont le principal facteur susceptible de freiner la croissance économique. Dans notre modèle, le facteur qui limite la croissance est la saturation de la demande. Notre analyse s'appuie sur une observation courante : les produits individuels et les secteurs connaissent un développement logistique, avec une accélération initiale de la croissance suivie d'un ralentissement. Plus précisément, la demande pour un bien ou un secteur  $D_t$  suit la courbe logistique suivante :

$$D_t = \frac{\mu D_0}{\delta D_0 + \mu - \delta D_0} e^{-\mu t} \quad (1)$$

Au temps 0,  $D_t$  est égal à  $D_0$ . Initialement,  $D_t$  croît presque exponentiellement, puis le taux de croissance diminue rapidement et finit par atteindre zéro. Le plafond de  $D_t$  est donné par  $\mu/\delta$ . S'il n'y avait qu'un bien ou un secteur dans l'économie, par hypothèse, le taux de croissance finirait par atteindre zéro. Dans notre modèle, cette saturation de la demande pour un produit ou un secteur est un « fait saillant ».

Du côté de l'offre, la fonction de production s'écrit comme suit :

$$Y_t = D_t = AK_t \quad (A > 0) \quad (2)$$

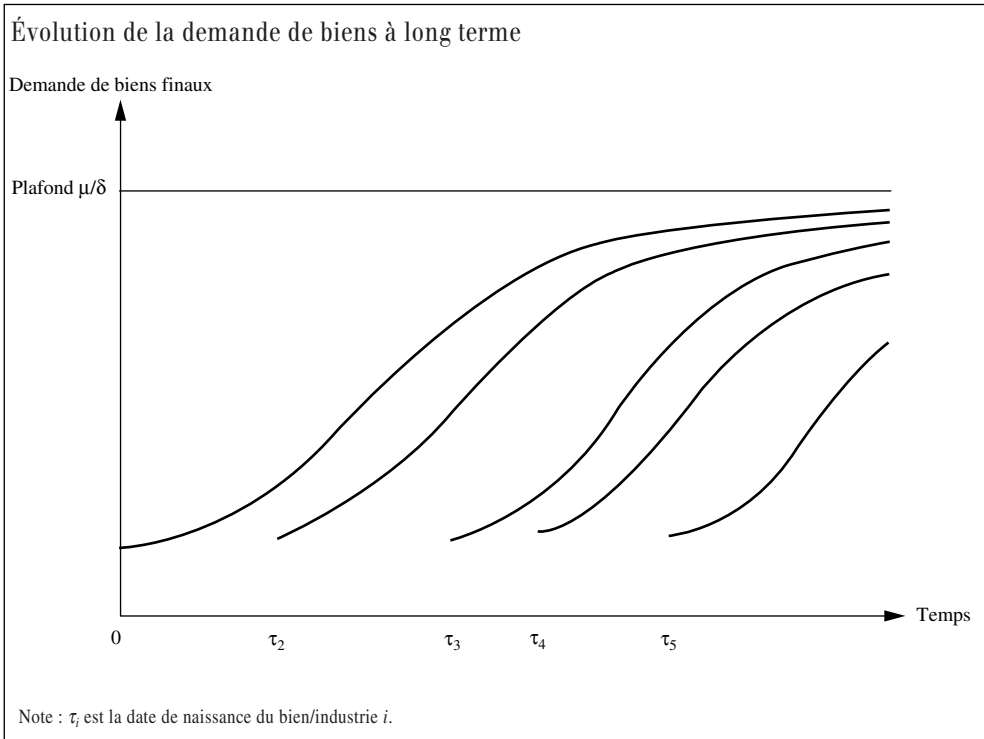
$K$  désigne le capital. Le produit marginal du capital  $A$  est constant et ne diminue pas. À mesure que le capital s'accumule, la production  $Y$  peut augmenter. Toutefois, la production est limitée par la demande, ce qui signifie que la demande restreint l'accumulation de capital.

Supposons maintenant qu'un nouveau produit ou secteur émerge stochastiquement des produits ou secteurs existants. Nous présupposons que le processus d'innovation et de diffusion du progrès technique suit une loi de Poisson avec un « taux d'arrivées ». Après son émergence, le produit ou secteur suit un cycle de vie logistique. Par conséquent, à chaque moment donné, il existe un certain nombre de biens ou secteurs d'âges différents. Les nouveaux biens ou secteurs suscitent une forte croissance de la demande, tandis que pour les biens ou secteurs anciens, les taux de croissance sont faibles (voir GRAPHIQUE 3).

Le PIB – ou la production globale de l'économie – est la somme des  $D_t$  de l'ensemble des biens et secteurs existants. L'évolution du PIB est stochastique, mais nous pouvons trouver sa valeur probable et son taux de croissance. Hors de l'état d'équilibre, le taux de croissance de l'économie dépend de  $\mu$  et  $\delta$ , mais asymptotiquement, il tend vers  $\lambda$ . Le taux de croissance à l'état d'équilibre  $\lambda$  traduit la capacité de l'économie à générer de nouveaux produits ou secteurs pour lesquels la demande croît rapidement. Notons que par hypothèse, la PTF ne varie pas ; ainsi, dans la fonction production (2),  $A$  est constant. Dans notre modèle, le taux de croissance à l'état d'équilibre n'est pas déterminé par la PTF mais par les innovations « génératrices de demande ». Par « déficience de la demande, » nous entendons un manque d'innovations génératrices de demande, à savoir un  $\lambda$  faible.

Un nouveau bien ou secteur qui suscite une forte croissance de la demande n'a pas à être « physiquement nouveau ». Par exemple, la déréglementation et l'aménagement urbains peuvent stimuler la demande de logements. Or, les logements ne sont en aucun

GRAPHIQUE 3



cas un produit nouveau. Dans cet exemple, la déréglementation et l'aménagement urbains sont une innovation, l'équivalent de  $\lambda$  dans le modèle, et apparaissent comme un « bien ou secteur nouveau » dans le modèle. Pendant les années cinquante et soixante, période de forte croissance, on peut considérer que les migrations internes et la formation des familles ont joué le rôle d'« innovations génératrices de demande », ou de  $\lambda$  dans le modèle. De ce fait, la notion d'« innovations génératrices de demande » ne se limite pas au progrès technique au sens étroit du terme, mais doit être prise dans une acception plus large. Dans son célèbre ouvrage, Schumpeter (1934) distingue cinq types d'innovation : (1) l'introduction d'un nouveau bien, (2) l'introduction d'une nouvelle méthode de production, (3) l'ouverture d'un nouveau marché, (4) la conquête d'une nouvelle source d'approvisionnement en matières premières et (5) une nouvelle organisation de l'industrie. Le premier type d'innovation s'insère parfaitement dans notre modèle en tant que moteur de la croissance.

Dans les années quatre-vingt-dix, l'économie japonaise n'est pas parvenue à générer un  $\lambda$  élevé. Comme nous l'avons indiqué dans le texte, son incapacité à profiter de la « révolution de l'informatique » pour créer de nouveaux secteurs et services promis à une forte croissance doit être soulignée. Il s'agit en effet de la cause fondamentale de la longue stagnation de l'économie.

## RÉFÉRENCES

- Aghion P. & P. Howitt (1998), *Endogenous Growth Theory*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Aoki M. (1998), « A Simple Model of Asymmetric Business Cycles: Interactive Dynamics of Large Number of Agents with Discrete Choices », *Macroeconomic Dynamics*, 2(4), décembre.
- Aoki M. & H. Yoshikawa (1999), *Demand Creation and Economic Growth*, Center for International Research on the Japanese Economy, Faculty of Economics, University of Tokyo, Discussion Paper No. F-43, mars, version révisée septembre 2000.
- Bayoumi T. (1999), *The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990's*, IMF Working Paper.
- Cargill T., M. Hutchison & T. Ito (1997), *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Economic Planning Agency (1998), *The White Paper*, Tokyo: The Government Printing Office.
- Gibson M. (1995), « Can Bank Health Affect Investment? Evidence from Japan », *Journal of Business*, 281-308.
- Grossman G. & E. Helpman (1991), *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Kiyotaki N. & J. Moore (1997), « Credit Cycles », *Journal of Political Economy*, avril, 211-248.
- Krugman P. (1998), « It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap », *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 137-205.
- McKinnon R. & K. Ohno (1997), *Dollar and Yen*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Motonishi T. & H. Yoshikawa (1999), « Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s: Financial or Real? », *Journal of Japanese and International Economies*, Vol. 13, No. 4, 181-200, décembre.
- Nakagawa S. (1999), « Why is the Household Saving Rate So High during the 1990s? » (in Japanese), Bank of Japan, *Monthly Review*, avril.
- Ogawa K., S. Kitasaka, T. H. Yamaoka & Y. Iwata (1996), « Borrowing Constraints and the Role of Land Asset in Japanese Corporate Investment Decision », *Journal of the Japanese and International Economies*, 10: 122-49.
- Ogawa K. & K. Suzuki (1998), « Land Value and Corporate Investment: Evidence from Japanese Panel Data », *Journal of the Japanese and International Economies*, 12: 132-49.
- Posen A.S. (1998), *Restoring Japan's Economic Growth*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Schumpeter J. (1934) *Theory of Economic Development*, Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Solow R. (1956), « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1, 65-94, février.
- \_\_\_\_\_ (1957), « Technical Change and the Aggregate Production Function », *Review of Economics and Statistics*, Vol. 39, No. 3: 312-20, février.
- Taylor J.B. (1989), « Differences in Economic Fluctuations in Japan and the U.S.: The Role of Nominal Rigidities », *Journal of Japanese and International Economies*, juin.
- Woo D. (1999), *In Search of « Capital Crunch »: Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan*, IMF Working Paper.
- Wright G. (1997), « Towards a More Historical Approach to Technological Change », *Economic Journal*, Vol. 107, No. 444: 1560-1566, septembre.
- Yoshikawa H. (1990), « On the Equilibrium Yen-Dollar Rate », *American Economic Review*, Vol. 80, No. 3: 576-583, juin.
- \_\_\_\_\_ (1993), « Monetary Policy and the Real Economy in Japan », dans *Japanese Monetary Policy*, sous la direction de K. Singleton, Chicago: University of Chicago Press, pp. 121-159.

- \_\_\_\_\_ (1995), *Macroeconomics and the Japanese Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (1999), *The Japanese Economy at the Crossroads (Tenkanki no Nihon Keizai*, en japonais), Tokyo: Iwanami Shoten.
- Yoshitomi M. (1998), *Truths about the Japanese Economy (Nihon Kizai no Shinjitsu*, en japonais), Tokyo: Toyokeizai Shinposha.